

658.15  
815  
t e.1

# **FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI FINANCING STRATEGY**

(Studi Pada Perusahaan – Perusahaan Industri Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa  
Efek Jakarta)

*TESIS*

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro  
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh  
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



**Diajukan Oleh :**

Nama : Siswandi  
NIM : C4A097035

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2000**

# **FAKTOR –FAKTOR YANG MEMPENGARUHI FINANCING STRATEGY**

(Studi Pada Perusahaan – Perusahaan Industri Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa  
Efek Jakarta)

*Yang dipersiapkan dan disusun oleh :*

*Siswandi*

*Telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal.....*

*Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima*

Pembimbing Utama/Ketua



Prof. Dr. Miyasto

Pembimbing/Anggota



Drs. Kholiq Mahfudh, Msi

Semarang.....  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program



Prof. Dr. Sudjudi Mangunwihardjo

*Bacalah,*

*Dan Tuhanmulah Yang Paling Pemurah*

*Yang Mengajar Manusia*

*Dengan Perantara Kalam*

*Dia Mengajar Manusia*

*Apa Yang Tidak Diketahuinya*

*(Al Alaq, 3-5)*

## KATA PENGANTAR

Segala puji kehadiran Allah SWT. yang telah melimpahkan berkah dan rahmat-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan tesis ini dengan judul : FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI FINANCING STRATEGY (Studi pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta).

Tujuan dari penulisan tesis ini adalah untuk memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan Program Pendidikan Strata Dua (S-2) pada Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

Tersusunnya Tesis ini adalah berkat bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, untuk itu pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih sebesar – besarnya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Sudjudi Mangunwihardjo, selaku Ketua Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Prof. Dr. Miyasto dan Bapak Drs. Kholik Mahfudh, Msi. selaku dosen pembimbing yang telah berkenan memberikan bimbingan serta pengarahan dalam penyusunan tesis ini.
3. Bursa Efek Jakarta melalui Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Semarang yang telah memberikan informasi berupa data Laporan Keuangan yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

4. Proyek Pengembangan Pendidikan S-1 (Development of Undergraduate Education/DUE) yang telah memberikan beasiswa melalui Program Karyasiswa kepada penulis.
5. Keluarga di rumah yang telah memberikan dorongan semangat kepada penulis, sehingga tersusun tesis ini.
6. Ari Widiati, istri saya tercinta yang telah memberikan dorongan dan bantuan baik moril maupun materiil dalam penyusunan tesis ini.
7. Teman – teman dan semua pihak yang telah membantu terselesaikannya tesis ini.

Dalam penyusunan tesis ini penulis telah berusaha sebaik mungkin, namun penulis mempunyai berbagai keterbatasan, oleh karena itu penulis mengharap saran dan kritik yang membangun demi sempurnanya tesis ini. Akhirnya penulis mengharapkan semoga tesis ini memberikan manfaat bagi penulis dan pembaca pada umumnya.

Semarang, Juli 2000

Penulis

## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	
HALAMAN PERSETUJUAN	
HALAMAN MOTTO	
KATA PENGANTAR.....	i
DAFTAR ISI.....	iii
DAFTAR TABEL.....	v
DAFTAR GAMBAR.....	vi
DAFTAR LAMPIRAN.....	vii
ABSTRAK .....	ix
 BAB I. PENDAHULUAN.....	 1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	6
 BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS.....	 7
2.1. Penelitian Terdahulu.....	7
2.2. Telaah Pustaka.....	9
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	20
2.4. Hipotesis.....	23
2.5. Definisi Operasional Variabel.....	23
 BAB III. METODE PENELITIAN.....	 27
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	27
3.2. Metode Pengumpulan data.....	27
3.3. Populasi dan Sampling.....	28
3.4. Prosedur Penelitian.....	28
3.5. Teknik Analisis.....	29
 BAB IV. GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN.....	 34
4.1. Pasar Modal.....	34
4.2. Perusahaan Industri Manufaktur.....	36
 BAB V. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	 38
5.1. Hasil Penelitian.....	38
5.2. Pembahasan.....	44
1. Analisis Financing Strategy.....	49
2. Model Regresi Linier Berganda.....	52
3. Pengujian Terhadap Pengaruh Variabel Independen Secara Parsial.....	54
4. Pengujian Terhadap Pengaruh Variabel Independen Secara Simultan.....	61

BAB VI. KESIMPULAN DAN SARAN.....	66
6.1. Kesimpulan.....	66
6.2. Saran.....	72

DAFTAR PUSTAKA  
LAMPIRAN

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel -- 1 Jumlah Rata – Rata Hutang dan Modal Sendiri.....	4
Tabel – 2 Debt to Equity Ratio Perusahaan.....	49
Tabel – 3 Hasil Pengujian Koefisien Regresi.....	53



## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar - 1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	22

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran – 1 Daftar jumlah hutang dan modal sendiri perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.
- Lampiran – 2 Tabel Krecjie.
- Lampiran – 3 Tabel debt to equity ratio perusahaan – perusahaan industri Manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.
- Lampiran – 4 Tabel struktur aktiva perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.
- Lampiran – 5 Tabel Penjualan perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.
- Lampiran – 6 Tabel suku bunga pinjaman perusahaan – perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.
- Lampiran – 7 Tabel tingkat inflasi perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.
- Lampiran – 8 Tabel return on investment perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.
- Lampiran – 9 Tabel nilai kurs Rupiah terhadap Dolar AS perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.
- Lampiran – 10 Tabel dividend pay out ratio perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.
- Lampiran – 11 Tabel pertumbuhan struktur modal, struktur aktiva, tingkat penjualan, suku bunga pinjaman, tingkat inflasi, return on investment, fluktuasi nilai dolar AS dan dividend pay out ratio perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.

Lampiran – 12 Pooling data penelitian.

Lampiran – 13 Regresi Linier berganda

Lampiran – 14 Laporan Keuangan perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta Tahun 1995 – 1997.

## ABSTRACT

Financing strategy was one of activity which done one of company to full fill their capital needed, these activity will reach aut at capital structure company. One of the important things on financing strategy are to get capital structure optimal, and the writer interested to held some research about factor which influencing financing strategy on industry manufacture company which registered on Jakarta Stock Exchange.

These research purposes to analyze financing strategy and to analyze factors, which influence strategy on industry manufacture company, which registered on Jakarta Stock Exchange. Hypotesis on these research were asset structure, sale rate, debt interest rate, inflation rate, profitability, fluctuation of Dollar and dividend pay out ratio have influenced about financing strategy on industry manufacture company that registered on Jakarta Stock Exchange. The information that used on the research was financial report, like Ballance Sheet and Income Statement, debt interest rate and currency of Rupiah to Dollar on 1995 – 1997. The method, which used to process data, was double linier regression. Based on the analyze that have done to analyze debt to equity ratio have got the resume that the most company have high debt to equity ratio more up 100%. The compay which have more up debt to equity ratio up to 100% from 1995 – 1997, start from 62,89%, 66,98%, 89,69%.

To tested regression coefficient held by significance level it's about 95% ( $\alpha=0,05$ ) and degree of freedom ( $n-k-1$ ). On partial tested took the result that sale rate, debt interest rate, and profitability have influence about financing strategy. On simultan tested look the result, that asset structure, sale rate, debt interest rate, inflation rate, profitability, fluctuation of Dollar and dividend pay out ratio have influenced to financing strategy on manufacture industry company which registered on Jakarta Stock Exchange. On data analyze got determinant rate about 55,43%. It means that asset structure variable, sale rate, debt interest rate, inflation rate, profitability, dividend pay out ratio and fluctuation of Dollar can explain financing strategy variable about 55,43% and 44,47% explain by the outside model and method that used.

Based on reseach result there is some implication strategic that should to by a company. First, a company must consider about using of capital that came from debt with looking for an alternatif capital source, example : capital from share. Second, a company should consider of developing market to their product, to strength en their capital position by their profit, because sale rate have influence significant about financing strategy. Third, a company should consider high or low debt intersest rate to get low capital cost, because debt interest rate have influenced significant about financing strategy. Fourth, a company should look for prospect of developing company in the future to interesting of investor, because profitability have influence significant about financing strategy.

## ABSTRAK

*Financing Strategy* merupakan salah satu kegiatan yang dilakukan oleh suatu perusahaan didalam memenuhi kebutuhan modalnya, kegiatan ini akan tercermin pada struktur modal perusahaan. Salah satu masalah penting dalam *financing strategy* adalah penentuan struktur modal yang optimal, oleh karena itu perlu diperhatikan faktor – faktor yang mempengaruhi *financing strategy* guna memperoleh struktur modal yang optimal, oleh karena itu penulis tertarik untuk mengadakan penelitian mengenai faktor – faktor yang mempengaruhi *financing strategy* pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis *financing strategy* dan menganalisis faktor – faktor yang mempengaruhi *financing strategy* pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS dan *dividend pay out ratio* mempunyai pengaruh secara terhadap *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Data yang digunakan pada penelitian ini adalah laporan keuangan yang berupa Neraca dan Laporan Rugi Laba, tingkat bunga pinjaman dan nilai kurs rupiah terhadap dolar AS yang mengambil periode Tahun 1995 – 1997. Sedangkan metode yang digunakan untuk mengolah data adalah dengan menggunakan regresi linier berganda. Berdasarkan analisa data yang telah dilakukan dengan menganalisis *debt to equity ratio* diperoleh kesimpulan bahwa sebagian besar perusahaan – perusahaan mempunyai *debt to equity ratio* yang tinggi yaitu diatas 100%. Jumlah perusahaan yang mempunyai *debt to equity ratio* diatas 100% dari Tahun 1995 – 1997 berturut – turut adalah sebesar 62,89%, 66,98% dan 89,69%.

Pengujian koefisien regresi dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan sebesar 95% ( $\alpha = 0,05$ ) dan derajat kebebasan ( $n-k-1$ ). Pada pengujian secara parsial diperoleh hasil bahwa tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman dan profitabilitas mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap *financing strategy*. Sedangkan pada pengujian secara simultan diperoleh hasil, bahwa variabel struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS dan *dividend pay out ratio* secara bersama – sama mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Pada analisa data tersebut juga diperoleh nilai koefisien determinasi sebesar 0,5517 yang berarti bahwa variabel struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, *dividend pay out ratio* dan fluktuasi nilai dolar AS dapat menjelaskan variabel *financing strategy* hanya sebesar 55,17 % sedangkan yang 44,83 % diterangkan oleh variabel lain diluar model yang digunakan.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut ada beberapa implikasi strategis yang harus dilakukan oleh perusahaan. Pertama, perusahaan sebaiknya

mempertimbangkan penggunaan modal yang berasal dari hutang dengan mencari sumber dana alternatif, misalnya modal yang berasal dari saham. Kedua, perusahaan sebaiknya mempertimbangkan pengembangan pasar bagi produknya guna memperkuat posisi modal sendiri melalui laba yang ditahan, karena tingkat penjualan mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap *financing strategy*. Ketiga, perusahaan sebaiknya mempertimbangkan besar kecilnya tingkat bunga pinjaman guna memperoleh biaya modal yang paling rendah, karena tingkat bunga pinjaman mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap *financing strategy*. Keempat, perusahaan sebaiknya memperhatikan prospek perkembangan perusahaan dimasa yang akan datang guna menarik minat para investor, karena profitabilitas mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap *financing strategy*.

## BAB I. PENDAHULUAN

### 1.1. LATAR BELAKANG MASALAH

Perusahaan akan selalu dipengaruhi oleh lingkungan bisnis dimana perusahaan tersebut berada, dengan kata lain bahwa operasi suatu perusahaan dipengaruhi oleh faktor makro dan faktor mikro. Faktor makro yang berpengaruh misalnya adalah pertumbuhan GNP, tingkat bunga dan tingkat inflasi dan untuk faktor mikronya adalah manajemen perusahaan yang bersangkutan, tingkat leverage perusahaan, rasio antara hutang dengan *equity*, teknologi yang digunakan dan sebagainya.

Kebutuhan modal suatu perusahaan dapat dipenuhi dari sumber dana intern yaitu dana yang berasal dari dalam perusahaan, maupun sumber dana ekstern yaitu dana yang berasal dari luar perusahaan, sumber ekstern yang berasal dari pemilik atau peserta merupakan komponen modal sendiri, sedangkan yang berasal dari para kreditur merupakan modal pinjaman.

Masalah *financing*, adalah menyangkut masalah keseimbangan finansial di dalam suatu perusahaan. Dengan demikian *financing* berarti mengadakan keseimbangan antara aktiva dengan pasiva yang dibutuhkan dan mencari susunan kualitatif daripada aktiva dan pasiva tersebut dengan sebaik-baiknya. Pemilihan susunan kualitatif daripada aktiva akan menentukan "struktur kekayaan" perusahaan,

sedangkan pemilihan susunan kualitatif daripada pasiva akan menentukan “struktural finansial” dan “struktur modal” perusahaan (Riyanto, 1991). Struktur finansial merupakan pencerminan dari cara perusahaan dalam membiayai aktivitya, struktur finansial dapat dilihat pada struktur sisi kanan dari neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham, sedangkan struktur modal perusahaan merupakan pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferent dan modal pemegang saham.

Dalam menentukan kebutuhan dana, perusahaan harus mengadakan analisis terhadap keadaan keuangan perusahaan. Karena hal ini akan membantu perencanaan perusahaan dibidang keuangan. Rencana keuangan akan berwujud macam-macam, tetapi setiap rencana yang baik, haruslah dihubungkan dengan kekuatan dan kelemahan perusahaan saat ini. Kekuatan-kekuatan tersebut haruslah dipahami kalau ingin digunakan dengan sebaik-baiknya, sebaliknya kelemahan-kelemahan tersebut haruslah diakui apabila suatu tindakan koreksi ingin dilakukan. Seorang manajer keuangan bisa merencanakan kebutuhan keuangannya sesuai dengan prosedur penganggaran dan peramalan dengan menggunakan data dari laporan keuangan perusahaan. Tingkat hutang yang diinginkan dibandingkan dengan modal sendiri (*equity*) dibandingkan dengan pembiayaan



internal jangka panjang untuk aktivitas bisnis merupakan masalah yang lazim dalam strategi akuisisi modal (Pearce and Robinson, 1997).

Dalam menentukan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri, perusahaan harus memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhinya sehingga diharapkan akan mendapatkan struktur modal yang optimal, karena struktur modal yang optimal akan dapat meminimalkan biaya modal rata-rata atau memaksimalkan nilai perusahaan atau struktur modal yang optimal adalah suatu struktur modal yang biaya marjinal riil hutangnya (*marginal real cost of debt*) sama dengan biaya marjinal riil modal sendiri (Horn, 1991).

Untuk menentukan struktur modal yang optimal, para manajer keuangan perlu mempertimbangkan beberapa faktor penting yang perlu diperhatikan diantaranya adalah struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat inflasi, profitabilitas, tingkat bunga pinjaman, fluktuasi nilai mata uang asing dan *dividend pay out ratio* suatu perusahaan (Brigham dan Gapenski, 1993).

Krisis moneter yang berlanjut dengan adanya kesulitan-kesulitan dibidang ekonomi yang melanda negara kita telah menyebabkan banyak perusahaan-perusahaan yang mengalami berbagai kesulitan, untuk perusahaan-perusahaan industri manufaktur salah satu permasalahan yang dihadapi diantaranya adalah kesulitan didalam memenuhi kebutuhan bahan baku, karena salah satu komponen bahan baku tersebut harus diimpor dari luar negeri dan

masalah ini selanjutnya berkembang menjadi masalah keuangan karena harga bahan baku tersebut harus dibayar dengan mata uang dolar AS, sedangkan dilain pihak nilai tukar mata uang negara kita dibandingkan dengan dolar AS mengalami penurunan.

Kesulitan-kesulitan yang lain yang menjadi masalah adalah banyaknya perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang mengalami pembengkakan jumlah hutang yang harus dibayar kepada pihak kreditur, sebagai akibat adanya nilai kurs rupiah terhadap dolar AS yang menurun, hal ini disebabkan karena hutang yang menjadi beban perusahaan diantaranya harus dibayar dengan menggunakan mata uang dolar AS.

Pembengkakan jumlah hutang yang harus dibayar pada pihak kreditur menyebabkan komposisi jumlah hutang menjadi lebih besar bila dibandingkan dengan jumlah modal sendiri. Berdasarkan Lampiran 1, maka komposisi jumlah rata-rata hutang dengan jumlah rata-rata modal sendiri akan terlihat seperti pada Tabel 1 di bawah ini :

Tabel 1. Jumlah rata-rata hutang dan modal sendiri perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEJ yang menjadi sampel Tahun 1995-1997.

No	Tahun Keterangan	1995 (milyar rupiah)	%	1996 (milyar rupiah)	%	1997 (milyar rupiah)	%
1	Jumlah rata-rata modal sendiri	345.161	40,2	402.027	38,3	453.590	23,9
2	Jumlah rata-rata hutang	512.877	59.8	646.837	61.7	1.446.023	76.1
	Jumlah	858.038	100	1.048.864	100	1.897.563	100

Sumber : Bursa Efek Jakarta.

Dari Tabel 1 tersebut terlihat bahwa jumlah rata-rata hutang dan modal sendiri dari tahun 1995 sampai dengan tahun 1997 menunjukkan bahwa komposisi jumlah rata-rata hutang selalu lebih besar dari modal sendiri. Peningkatan jumlah hutang terbesar pada tahun 1997 yaitu sebesar 76,1 %, sedangkan jumlah rata-rata modal sendiri hanya sebesar 23,9 %. Hal ini menyebabkan struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan menjadi tidak efisien dan hal ini disebabkan karena adanya kesalahan dalam melakukan *financing strategy* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri manufaktur, yaitu kurang memperhatikan faktor ekstern perusahaan seperti adanya gejolak ekonomi secara makro.

Perusahaan-perusahaan industri manufaktur sebagai salah satu komponen di dalam struktur industri di Indonesia mempunyai peranan yang sangat penting di dalam menunjang pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Apabila perusahaan-perusahaan tersebut mengalami kesulitan-kesulitan di bidang keuangan, maka akan berdampak pada laju pertumbuhan ekonomi di Indonesia dan selanjutnya salah satu dampak yang akan kita rasakan adalah menurunnya tingkat kesejahteraan bangsa Indonesia, oleh karena itu penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *financing strategy* pada perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sebagai salah satu solusi dari masalah-masalah keuangan yang dialami oleh perusahaan-perusahaan industri manufaktur menarik untuk dilakukan.

## **1.2. PERUMUSAN MASALAH**

Kesalahan yang terjadi pada perusahaan-perusahaan industri manufaktur dalam menjalankan *financing strategy* menyebabkan beban hutang yang harus ditanggung oleh perusahaan menjadi bertambah besar, sehingga menyebabkan komposisi jumlah hutang menjadi lebih besar dibandingkan dengan jumlah modal sendiri yang menyebabkan struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan menjadi tidak efisien, khususnya untuk kondisi ekonomi yang sedang menurun.

## **1.3. TUJUAN DAN KEGUNAAN PENELITIAN**

### **1.3.1. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis *financing strategy* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta.
2. Untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *financing strategy* pada perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta.

### **1.3.2. Kegunaan Penelitian**

1. Bagi perusahaan, diharapkan merupakan informasi yang dapat dijadikan sebagai dasar di dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kebijakan yang berkaitan dengan *financing strategy*.
2. Bagi dunia pendidikan, diharapkan dapat menambah pengetahuan khususnya dibidang manajemen keuangan.

## BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### 2.1. PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian mengenai struktur modal pernah dilakukan oleh beberapa peneliti, diantaranya yang pernah dilakukan oleh **Bradley, et. At. (1994)** melakukan penelitian mengenai berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal yang optimal, dalam penelitian tersebut ditemukan adanya pengaruh positif antara *volatilitas* pendapatan dan *advertising, research and development* terhadap rasio hutang, sedangkan *non debt tax shield* mempunyai pengaruh sebaliknya. Kontribusi dari penelitian ini adalah teridentifikasinya tiga biaya keagenan hutang yang dilakukan oleh suatu perusahaan yaitu *volatilitas pendapatan, non debt tax shield* dan *advertising* dan yang terakhir adalah *research and development*.

**Friend and Lang (1998)** juga pernah melakukan penelitian mengenai struktur modal, penelitian yang dilakukan adalah berkaitan dengan pengaruh kepentingan manajemen terhadap struktur modal perusahaan, dalam penelitian ini ditemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap rasio hutang. Kontribusi dari adanya penelitian ini adalah bahwa kepemilikan manajerial ternyata dapat dikaitkan dengan struktur modal suatu perusahaan.

Penelitian yang lain mengenai struktur modal juga pernah dilakukan oleh **Crutclley and Hansen (1989)**, berdasarkan penelitian tersebut berhasil diidentifikasi berbagai faktor yang secara signifikan memberikan efek langsung terhadap kebijakan deviden ataupun struktur modal. Ada lima faktor yang mempunyai efek signifikan yaitu *diversification, earning volatility, standar deviation of return, advertising & research and development & firm size*.

**Arifin (1992)** pernah melakukan penelitian tentang Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Pengaruhnya Terhadap Biaya Modal Pada Bank Desa di Karasidenan Bojonegoro. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa variabel penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal pada bank Desa di Karasidenan Bojonegoro. Kemudian faktor penjualan mempunyai pengaruh yang paling dominan terhadap struktur modal pada bank desa di Karasidenan Bojonegoro.

Penelitian yang lain tentang struktur modal juga dilakukan oleh **Hartono (1990)** yaitu mengenai Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Pengaruhnya Terhadap Biaya Modal pada PD Bank Pasar di Karasidenan Surakarta. Pada penelitian tersebut ditemukan bahwa variabel penjualan, struktur aktiva dan profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal pada PD Bank Pasar di Karasidenan Surakarta dan ditemukan pula bahwa struktur modal mempunyai pengaruh terhadap biaya modal pada PD Bank Pasar di Karasidenan Surakarta.

Berdasarkan beberapa penelitian yang pernah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya mengenai struktur modal, penulis ingin mengembangkan penelitian yang berkaitan dengan struktur pasar modal yaitu dengan mengadakan penelitian mengenai struktur modal dikaitkan dengan kebijakan *financing strategy* yang dilakukan oleh perusahaan. Penelitian yang akan dilakukan adalah mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *financing strategy*.

## 2.2. TELAAH PUSTAKA

Setiap perusahaan dalam menjalankan perusahaannya akan dihadapkan pada masalah keuangan, salah satu masalah keuangan yang dihadapi adalah masalah pengalokasian dana dan pemenuhan kebutuhan dana. Pengalokasian dana atau penggunaan dana pada suatu perusahaan dapat dilihat pada neraca pada aktiva. Sedangkan permintaan akan kebutuhan dana akan nampak pada neraca sebelah pasiva dan neraca perusahaan yang bersangkutan. Pada dasarnya tugas utama manajer keuangan adalah berusaha mencari susunan kualitatif dari aktiva dan pasiva tersebut dengan sebaik - baiknya. Pemilihan susunan kualitatif dari aktiva akan menentukan struktur kekayaan perusahaan, sedangkan pemilihan susunan kualitatif dari pasiva akan menentukan struktur finansial dan struktur modal perusahaan. Bisnis yang mengaplikasikan sumber daya secara signifikan untuk memahami pesaing dan konsumennya serta mengkoordinasikan aktivitas

keseluruhan fungsi bisnis bagi usaha penciptaan nilai (*value creation*) secara terintegrasi akan meraih kemampulabaan pertumbuhan penjualan dan kesuksesan produk baru relatif lebih tinggi (Slater dan Narfer, 1994).

Inti dari perumusan strategi adalah merancang strategi yang menjadikan sumber inti perusahaan dan kapabilitasnya dapat dipaharni seefektif mungkin (Houthoofd dan Heene, 1997). Dalam menjalankan usahanya, perusahaan harus mempunyai strategi umum yang selanjutnya dapat diimplementasikan ke dalam strategi fungsional yaitu ; strategi produksi, sumber daya manusia, pemasaran, riset dan pengembangan serta keuangan, laporan keuangan suatu perusahaan secara signifikan mempengaruhi *corporate performance melalui return on assets* dan pertumbuhan profit (Papadakis dan Cambers, 1998).

Bauran dari penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut dengan struktur modal (Horn, 1991). *Debt to equity ratio* merupakan rasio yang menunjukkan perbandingan antara total hutang dengan total modal sendiri. *Debt to equity ratio* menunjukkan seberapa besar perusahaan dibelanjai dari pihak kreditur, semakin tinggi *debt to equity ratio* berarti semakin besar dana yang diambil dari pihak luar (Harris and Raviv 1988) menunjukkan dampak pengendalian manajer berupa hak suara dan struktur modal perusahaan. Banyak teori struktur modal mengimplementasikan bahwa dengan kebijakan penggunaan hutang



pada kondisi tertentu akan menaikkan nilai perusahaan. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal (**Brigham dan Gapenski, 1993**), yaitu :

#### 1. Struktur Aktiva

Struktur Aktiva merupakan rasio antara aktiva tetap dengan total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan yang mempunyai permintaan akan produk cukup meyakinkan, akan banyak menggunakan hutang jangka panjang (**Husnan, 1995**).

Struktur aktiva akan mempengaruhi modal sendiri pada suatu perusahaan, struktur aktiva akan mempunyai pengaruh terhadap sumber-sumber pembelanjaan dalam beberapa cara pertama, pada perusahaan yang sebagian besar modalnya tertanam dalam aktiva tetap, pemenuhan kebutuhan dana akan diutamakan dari modal sendiri dan modal asing hanya berfungsi sebagai pelengkap (**Riyanto, 1995**). Hal ini disebabkan karena penggunaan aktiva tetap akan menimbulkan adanya beban tetap dan apabila perusahaan menggunakan modal asing dalam membiayai aktiva tetapnya maka beban tetap yang akan ditanggung menjadi bertambah besar. Kemudian cara yang kedua adalah pada perusahaan yang sebagian besar aktivanya berupa aktiva tetap, komposisi penggunaan hutang akan lebih didominasi oleh hutang jangka panjang (**Weston dan Brigham, 1993**). Jangka waktu terikatnya dana dalam aktiva tetap adalah lebih lama dibandingkan dengan aktiva lainnya, maka

penggunaan hutang lebih ditekankan pada hutang jangka panjang, hal ini dimaksudkan untuk menjaga likuiditas perusahaan.

## 2. Tingkat Penjualan

Besar kecilnya pertumbuhan penjualan perusahaan akan mempengaruhi jumlah laba yang diperoleh, sehingga akan mempengaruhi komposisi jumlah modal sendiri, dan hal ini selanjutnya akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Tingkat pertumbuhan penjualan masa depan merupakan ukuran sejauh mana laba perusahaan akan diperoleh dari suatu pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferent dan modal pemegang saham (Weston dan Copeland, 1986). Semakin stabil penjualan perusahaan berarti semakin besar kemungkinan perusahaan mampu memenuhi kewajiban tetapnya. Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil, maka perusahaan dapat membiayai kegiatannya dengan proporsi hutang yang lebih besar (Husnan, 1995). Risiko bisnis ditentukan oleh variabilitas yang akan diterima pada masa yang akan datang (Ferry dan Jones, 1979). Perusahaan yang mempunyai sifat *risk seeker*, akan lebih berani membiayai pertumbuhan penjualannya dengan dana yang berasal dari hutang, tetapi bagi perusahaan yang mempunyai sifat *risk averter* akan lebih suka menggunakan dana intern (Riyanto, 1995).

### 3. Suku Bunga Pinjaman

Besar kecilnya suku bunga pinjaman akan mempengaruhi komposisi modal sendiri, karena bunga yang harus dibayar tersebut adalah merupakan komponen biaya, sehingga besar kecilnya suku bunga pinjaman akan mempengaruhi jumlah laba yang akan diperoleh dan karena bunga merupakan salah satu komponen, maka makin tinggi suku bunga akan semakin rendah laba perusahaan (Weston dan Brigham, 1993).

Bunga yang akan dibayar merupakan perkalian antara suku bunga dengan jumlah hutang yang masih tersisa, dengan demikian semakin tinggi tingkat hutang yang digunakan, semakin besar bunga yang dibayarkan, semakin besar selisih hasil pengembalian atas modal untuk berbagai alternatif EBIT terhadap total aktiva (Weston dan Copeland, 1986). Tingkat bunga akan mencapai puncaknya bila terjadi inflasi karena pada saat terjadi inflasi pemerintah pada umumnya berusaha untuk menurunkan tingkat inflasi tersebut, salah satu cara untuk menurunkan tingkat inflasi adalah dengan menurunkan tingkat suku bunga. Tingkat suku bunga yang digunakan adalah tingkat suku bunga pinjaman.

Pada waktu perusahaan merencanakan kebutuhan modal adalah sangat dipengaruhi oleh tingkat bunga yang berlaku pada saat itu. Tingkat bunga akan mempengaruhi pemilihan jenis modal apa yang akan ditarik, apakah perusahaan akan mengeluarkan

saham atau obligasi. Penerbitan obligasi hanya dibenarkan apabila tingkat bunganya lebih rendah daripada *earning power* dari modal tersebut (Riyanto, 1995).

Tingkat suku bunga dalam ekonomi ditentukan oleh penawaran dan permintaan uang, dari segi permintaan uang untuk kebutuhan spekulatif dan transaksi akan meningkat dengan adanya peningkatan pendapatan, sedangkan dari segi penawaran uang ditentukan oleh pemerintah dalam ekonomi secara keseluruhan, tetapi dengan adanya kebebasan pasar (deregulasi) ekonomi, maka timbul adanya pasar uang dan pasar modal dimana suku bunga ditentukan oleh faktor-faktor yang ada dipasar (permintaan dan penawaran).

Ada dua faktor yang mendorong investor untuk melakukan investasi yaitu tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi yang ditanamkan dan faktor suku bunga, apabila tingkat keuntungan yang diharapkan lebih tinggi daripada tingkat suku bunga, maka investasi tersebut dapat dilaksanakan karena menguntungkan sebaliknya apabila tingkat keuntungan yang diharapkan lebih rendah daripada tingkat suku bunga, maka investasi tersebut tidak dilaksanakan karena tidak menguntungkan.

#### 4. Tingkat Inflasi

Tingkat inflasi akan mempengaruhi tingkat laba yang akan diperoleh, dimana laba tersebut nantinya akan merupakan salah satu

dari komponen modal sendiri. Hubungan antara struktur modal dengan tingkat inflasi, yaitu dengan adanya inflasi akan menyebabkan penurunan tingkat keuntungan riil, maka perusahaan akan merubah hutangnya menjadi lebih kecil (Nopirin, 1987). Dengan adanya inflasi, maka beban hutang yang terjadi pada suatu perusahaan, akan mempengaruhi resiko yang lebih besar, karena semakin tidak stabil pendapatan suatu perusahaan akan mengakibatkan terpengaruhnya distribusi pendapatan, alokasi faktor produksi, serta produksi nasional (Nopirin, 1987). Dengan perkembangan tingkat bunga pada masa yang akan datang yang tidak stabil, akan menyebabkan suatu perusahaan kemungkinan besar tidak dapat memenuhi kewajiban tetapnya, perusahaan yang menggunakan hutang dalam menjalankan usahanya, apabila terjadi inflasi yang cukup tinggi maka akan menurunkan tingkat hutangnya guna menurunkan beban tetapnya.

Inflasi adalah suatu proses kenaikan harga barang-barang pada umumnya secara terus menerus selama periode tertentu. Kenaikan harga ini diukur dengan menggunakan Indek Harga Konsumen Gabungan (IHKG). IHKG mengukur biaya atau pengeluaran untuk membeli sejumlah barang dan jasa yang dikonsumsi oleh rumah tangga untuk keperluan hidup. IHKG digunakan sebagai *proxy* inflasi karena dari komponen peringkat indeks harga-harga inflasi, IHKG merupakan unsur penyumbang terbesar dalam inflasi.

Inflasi merupakan fenomena moneter yang terjadi dimana-mana. Ada hubungan langsung antara inflasi dengan peningkatan jumlah uang, hubungan antara penawaran uang (*money supply*) dengan inflasi adalah linier, semakin tinggi penawaran uang maka tingkat inflasi yang terjadi juga akan semakin tinggi, hal ini sesuai dengan *quantity theory of money*, dimana teori ini menyatakan semakin banyak uang yang beredar dalam suatu ekonomi semakin tinggi pendapatan nominal yang terdiri dari pendapat riil dan harga. Menurut para ahli moneter, dalam ekonomi dimana tingkat teknologi dan tenaga kerja tidak dapat ditambah lagi (*full employment*) maka pendapatan riil akan maksimum. Setelah pendapatan riil tercapai, peningkatan jumlah uang hanyalah akan meningkatkan harga. Namun perlu ditekankan bahwa para ekonom moneter menekankan pada keadaan ekonomi pada jangka panjang dan bukan dalam jangka pendek, artinya bahwa penambahan uang dalam jangka pendek kadang-kadang tidak menaikkan harga karena mungkin penambahan uang tersebut ditabung ke bank atau penambahan uang tersebut dipakai untuk jaga-jaga, jadi tidak ada hubungan langsung antara uang beredar dengan harga. Sedangkan dalam jangka panjang terdapat tingkat kapasitas ekonomi maksimum, sehingga penambahan jumlah uang beredar tidak dipakai untuk transaksi sehingga akan menaikkan harga, jadi dalam jangka panjang ada hubungan langsung antara penambahan jumlah uang yang beredar dengan harga.

## 5. Profitabilitas

Profitabilitas dinyatakan dengan menggunakan *return on investment ratio* (ROI), karena ratio ini mengukur efektivitas penggunaan sumber daya yang digunakan oleh perusahaan untuk menghasilkan laba bersih (Weston dan Copeland, 1986). Rasio profitabilitas adalah yang mengukur efektifitas manajemen secara keseluruhan sebagaimana ditunjukkan dari keuntungan yang diperoleh dari penjualan dan investasi (Husnan, 1995). Berbagai variabilitas laba bersih akan mempunyai dampak terhadap tingkat fluktuasi dari profitabilitas, karena semakin besar hutang yang digunakan, maka semakin besar bunga dan akan memperbesar perubahan arus laba bersih. Perusahaan yang mempunyai ROI yang tinggi cenderung menggunakan proporsi hutang yang lebih kecil, karena ROI yang tinggi kebutuhan dana dapat dipenuhi dari laba yang ditahan (Weston dan Brigham, 1990).

## 6. Fluktuasi Nilai Mata Uang

Perusahaan dalam menggunakan hutang dengan suatu pertimbangan tertentu akan menggunakan hutang yang berasal dari para kreditur luar negeri, sehingga dana yang diperoleh dari hutang tersebut merupakan mata uang negara yang bersangkutan atau biasanya dalam bentuk dolar AS (mata uang yang dianggap kuat), sehingga untuk pembayaran angsuran dan bunganyapun merupakan mata uang yang bersangkutan atau dalam bentuk mata uang dolar AS.

Keadaan mata uang suatu negara dibandingkan dengan nilai mata uang negara lain tidak selalu tetap nilainya, kadang-kadang mengalami kenaikan atau penurunan yang disebut dengan fluktuasi. Depresiasi adalah turunnya nilai mata uang suatu negara dibandingkan dengan nilai mata uang negara lain dan apabila nilai mata uang suatu negara mengalami kenaikan maka disebut dengan apresiasi (Harry, 1993).

Perusahaan-perusahaan yang menggunakan hutang yang bersumber dari kreditur luar negeri akan dapat mengalami risiko yang ditimbulkan oleh adanya fluktuasi nilai tukar mata uang negara yang bersangkutan. Apabila nilai mata uang asing tersebut mengalami penurunan maka jumlah hutang dan beban tetap yang ditanggung oleh suatu perusahaan akan menurun, sebaliknya apabila nilai mata uang asing tersebut mengalami kenaikan maka jumlah hutang dan beban tetap yang ditanggung oleh suatu perusahaan akan naik jumlahnya atau mengalami pembengkakan jumlah hutang dan kondisi yang seperti ini akan mempengaruhi struktur modal bagi perusahaan yang bersangkutan, masalah seperti ini banyak dialami oleh perusahaan - perusahaan yang ada di Indonesia yang menggunakan hutang yang berasal dari luar negeri.

#### 7. Dividend Pay Out Ratio

*Dividend pay out ratio* yang ditentukan oleh perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemilik saham setiap tahun



dilakukan berdasarkan dari besar kecilnya *earning after taxes* (EAT). Sisa dari pembayaran deviden adalah merupakan laba yang ditahan dimana laba yang ditahan ini adalah merupakan salah satu dari komponen modal sendiri suatu perusahaan, sehingga besar kecilnya deviden yang dibayarkan akan mempengaruhi posisi jumlah modal sendiri.

Besar kecilnya deviden yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham atau kemakmuran para pemegang saham, sehingga *dividend pay out ratio* yang optimal akan menarik permintaan baru. *Dividend pay out ratio* yang optimal akan menarik para investor baru untuk menanamkan modalnya dan membawa perusahaan terus-menerus untuk berkembang. *Dividend out pay ratio* dihitung berdasarkan deviden perlembar saham yang di bagikan, *earning* perlembar saham pada akhir tahun (Chang dan Ghon Rhee, 1990).

Penentuan besarnya *dividend out pay ratio* akan menentukan besar kecilnya laba yang ditahan, semakin besar deviden yang dibayarkan semakin kecil laba yang ditahan (Riyanto, 1995). Setiap ada penambahan laba yang ditahan berarti ada penambahan modal sendiri dalam suatu perusahaan yang diperoleh dengan biaya yang murah (Husnan, 1992). Pada umumnya perusahaan membayar deviden dalam bentuk kas dan karena kebijakan ini akan mempengaruhi kebijakan pembalajaan perusahaan, maka keputusannya harus dilakukan dengan hati-hati dan harus juga melibatkan para pemegang saham sebagai pemilik.

### 2.3. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

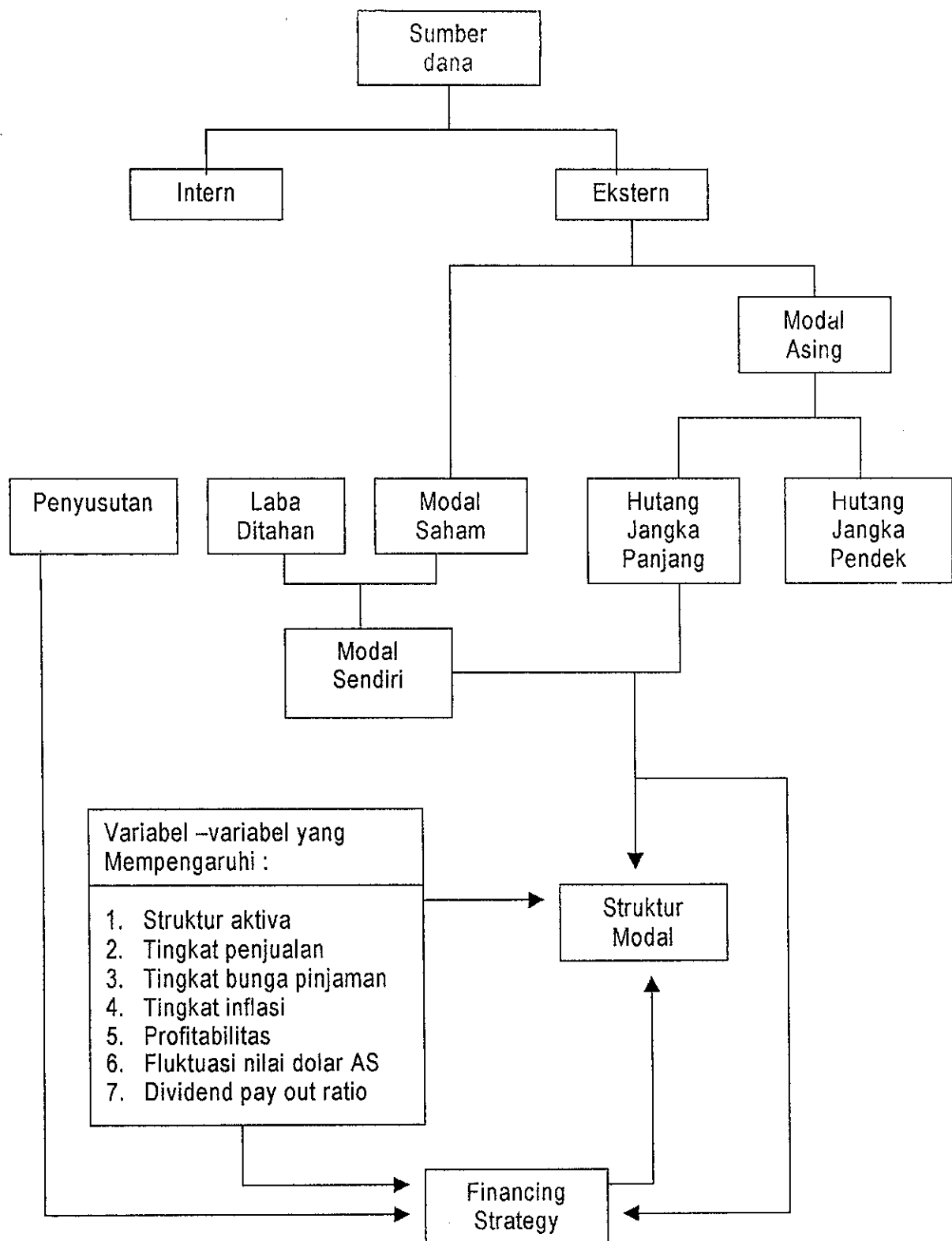
Salah satu masalah di perusahaan adalah masalah pemenuhan kebutuhan dan pengalokasian dana perusahaan. Perusahaan harus berusaha mencari keseimbangan finansial antara aktiva dengan pasiva yang akan menghasilkan struktur modal yang optimal.

Dana perusahaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan yang berupa laba ditahan dan penyusutan, juga bisa didapat dari luar perusahaan yang berupa hutang yang berasal dari para kreditur maupun dana yang berasal dari para investor yang ikut menanamkan modalnya pada suatu perusahaan. Usaha-usaha yang dapat dilakukan oleh perusahaan didalam memenuhi kebutuhan dananya disebut dengan *financing strategy* yang akan tercermin pada struktur modal perusahaan, struktur modal perusahaan yang optimal adalah struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal rata-rata atau memaksimalkan nilai perusahaan.

Masalah struktur modal merupakan masalah yang penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansial perusahaan (Riyanto, 1995). Karena alasan-alasan tersebut, maka perlu diperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yaitu struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, fluktuasi nilai kurs rupiah terhadap dolar dan *dividend pay out ratio* perusahaan.

Setelah diketahui faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal, selanjutnya faktor-faktor tersebut dapat dijadikan sebagai informasi atau sebagai bahan pertimbangan didalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan *financing strategy*, bagan kerangka pemikiran teoritis dapat dilihat pada Gambar 1.

Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teoritis



## 2.4 HIPOTESIS

Berdasarkan permasalahan yang sudah dirumuskan serta telaah pustaka yang telah dikemukakan, maka perumusan hipotesis pada penelitian ini adalah :

Ho :  $b_i = 0$  : Struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS dan *dividend pay out ratio* tidak berpengaruh terhadap *financing strategy*.

Ha :  $b_i \neq 0$  : Struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS, dan *dividend pay out ratio* berpengaruh terhadap *financing strategy*

## 2.5. DEFINISI OPERASIONAL VARIABEL

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *financing strategy* yang akan tercermin dalam struktur modal perusahaan, sedangkan variabel bebasnya adalah struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, fluktuasi nilai tukar mata uang dan *dividend pay out ratio*. Penjabaran dari definisi operasional variabel adalah sebagai berikut :

### 1. Struktur modal (*financing strategy*)

Struktur modal adalah merupakan bauran dari penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi kebutuhan dana

perusahaan (Horn, 1991). *Financing* adalah merupakan kegiatan suatu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya (Riyanto, 1995). Kegiatan *financing strategy* akan tercermin dalam struktur modal suatu perusahaan.

## 2. Struktur Aktiva

Struktur aktiva adalah merupakan rasio antara aktiva tetap dengan total aktiva yang dimiliki oleh suatu perusahaan (Riyanto, 1995). Perusahaan yang sebagian besar aktiva berupa aktiva tetap, komposisi penggunaan hutang akan lebih didominasi oleh hutang jangka panjang.

## 3. Tingkat Penjualan

Tingkat penjualan adalah merupakan jumlah penjualan suatu produk yang dilakukan oleh suatu perusahaan pada periode tertentu. Perusahaan yang mempunyai penjualan yang relatif stabil memiliki kemampuan didalam memenuhi kewajiban tetapnya, baik berupa cicilan hutang maupun pembayaran bunganya, sehingga proporsi hutang yang digunakan cenderung lebih besar (Husnan, 1990).

## 4. Tingkat Inflasi

Tingkat inflasi adalah suatu kecenderungan naiknya harga-harga secara umum. Dengan adanya inflasi maka beban hutang yang terjadi pada suatu perusahaan akan mempunyai resiko yang lebih besar (Nopirin, 1987). Dengan adanya inflasi maka akan

mengakibatkan penurunan tingkat keuntungan riil, sehingga proporsi hutang yang digunakan akan cenderung lebih kecil.

#### 5. Tingkat Bunga Pinjaman

Tingkat bunga pinjaman adalah harga yang harus dibayarkan untuk mendapatkan modal pinjaman (**Brigham dan Gapenski, 1993**). Tingkat bunga dibayar berdasarkan perkalian antara suku bunga dengan jumlah hutang, semakin tinggi hutang yang digunakan maka akan semakin besar bunga yang harus dibayar, sehingga akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

#### 6. Profitabilitas

Profitabilitas adalah merupakan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan neto (**Riyanto, 1995**). Profitabilitas ini ditentukan dengan menggunakan *return on investment* (ROI). Apabila ROI suatu perusahaan lebih tinggi dari tingkat bunga pinjaman, maka perusahaan akan cenderung menggunakan hutang yang lebih besar.

#### 7. Fluktuasi Nilai Tukar Mata Uang

Nilai uang diartikan sebagai kemampuan yang terkandung di dalamnya jika ditukarkan dengan suatu barang atau jasa (**Nopirin, 1987**). Fluktuasi nilai tukar mata uang yang digunakan adalah fluktuasi nilai kurs rupiah terhadap dolar AS, karena nilai mata uang dolar AS dianggap kuat. Bagi perusahaan yang menggunakan

hutang yang berasal dari kreditur yang berasal dari luar negeri, naik turunnya nilai tukar mata uang negara tersebut akan mempengaruhi struktur modal perusahaan yang bersangkutan.

#### 8. Dividend Pay Out Ratio

*Dividend pay out ratio* ditentukan perusahaan untuk membayar deviden kepada para pemilik saham setiap tahun yang dilakukan berdasarkan besar kecilnya *earning after taxes* (EAT) (Atmaja, 1994). Besar kecilnya EAT selanjutnya akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.



## **BAB III. METODE PENELITIAN**

### **3.1. JENIS DAN SUMBER DATA**

Dalam penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *financing strategy* pada perusahaan-perusahaan industri manufaktur ini data yang akan digunakan adalah data sekunder yang merupakan data publikasi yang berupa Laporan Keuangan Tahun 1995 - 1997 dari perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel penelitian dalam ini. Data ini bersumber dari Bursa Efek Jakarta. Kemudian data mengenai tingkat bunga pinjaman tahun 1995 - 1997 bersumber dari Bank Indonesia, sedang data mengenai tingkat inflasi tahun 1995 - 1997 bersumber dari Biro Pusat Statistik serta data mengenai nilai kurs rupiah terhadap dolar AS Tahun 1995 - 1997 bersumber dari Bank Indonesia.

### **3.2. METODE PENGUMPULAN DATA**

Untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *financing strategy* pada perusahaan-perusahaan industri manufaktur dibutuhkan data sekunder yang berupa data laporan keuangan yaitu Laporan Rugi Laba Tahun 1995 - 1997 yang diambil dari Bursa Efek Jakarta, kemudian data mengenai tingkat inflasi digunakan Indeks Harga Konsumen Gabungan (IHKG) yang diambil dari Biro Pusat Statistik Indonesia dan data mengenai tingkat bunga pinjaman digunakan tingkat suku bunga pinjaman yang diambil dari Bank

Indonesia serta data mengenai kurs nilai mata uang digunakan nilai kurs rupiah terhadap dolar AS, karena nilai mata uang dolar AS dianggap kuat.

### **3.3. POPULASI DAN SAMPLING**

Penelitian ini merupakan studi yang mengambil obyek penelitian pada perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Populasi dari penelitian ini adalah semua perusahaan-perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta yang berjumlah 132 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan secara acak sedangkan penentuan besarnya sampel dilakukan berdasarkan ketentuan dari Tabel Krecjie (lihat Lampiran 2), dengan menggunakan tingkat kesalahan sebesar 5% (Sugiono). Berdasarkan ketentuan dari tabel Krecjie tersebut, maka dengan jumlah populasi sebanyak 132 perusahaan akan didapat jumlah sampel sebanyak 97 perusahaan.

### **3.4. PROSEDUR PENELITIAN**

Dalam penelitian mengenai faktor – faktor yang mempengaruhi *financing strategy* dilakukan dengan cara menentukan variabel-variabel penelitian terlebih dahulu, kemudian variabel - variabel tersebut dicari tingkat pertumbuhannya selama periode penelitian untuk kemudian diadakan analisis-analisis. Untuk menganalisis

*financing strategy* dilakukan dengan cara menganalisis *debt to equity ratio* setiap perusahaan dan dengan menggunakan tabel selanjutnya *debt to equity ratio* tersebut dikelompokkan menjadi beberapa kelompok *debt to equity ratio* pada beberapa periode penelitian. Dengan menggunakan tabel tersebut selanjutnya dapat diketahui perusahaan-perusahaan yang mempunyai *debt to equity ratio* kecil sampai pada perusahaan yang mempunyai *debt to equity ratio* besar. Untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan selanjutnya digunakan alat analisis regresi linier berganda.

### 3.5. TEKNIK ANALISIS

1. Untuk menganalisis *financing strategy* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan industri manufaktur, dilakukan dengan menganalisis *debt to equity ratio* yang dimiliki oleh perusahaan, yaitu :

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{TH}}{\text{TMS}} \quad (1)$$

Keterangan : TH : Total hutang

TMS : Total modal sendiri

2. Untuk mengetahui besarnya pengaruh struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, fluktuasi nilai tukar mata uang dan *dividend pay out ratio* terhadap

*financing strategy*, digunakan regresi linier berganda (Sudjana, 1991), yaitu :

$$Y = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + a_4X_4 + a_5X_5 + a_6X_6 + a_7X_7 + E \quad (2)$$

Keterangan :

Y = *Financing strategy* (struktur modal)

X<sub>1</sub> = Struktur aktiva

X<sub>2</sub> = Tingkat penjualan

X<sub>3</sub> = Tingkat bunga pinjaman

X<sub>4</sub> = Tingkat inflasi

X<sub>5</sub> = Profitabilitas

X<sub>6</sub> = Fluktuasi nilai mata uang

X<sub>7</sub> = *Dividend pay out ratio*

a<sub>0</sub> = Konstanta

E = Kesalahan

3. Untuk menguji koefisien regresi secara simultan digunakan uji statistik F (J. Supranto, 1993).

$$F = \frac{R^2/(k-1)}{1-R^2/(n-1)} \quad (3)$$

Keterangan :

F = Besarnya F hitung

R<sup>2</sup> = Koefisien determinasi

k = Banyaknya variabel yang diamati

n = Banyaknya sampel

$$t = \frac{b_j}{S_{b_j}} \quad (4)$$

Keterangan :

$t$  = Besarnya  $t$  hitung

$b_j$  = Koefisien regresi

$S_{b_j}$  = Standar error dari regresi

Untuk mengetahui adanya penyimpangan terhadap asumsi klasik yaitu gejala multikolinieritas, heterokedastisitas dan autokorelasi harus diadakan uji diagnostik yang perhitungannya akan dilakukan dengan menggunakan komputer Program Microstat.

5. Struktur modal dinyatakan dengan menggunakan *debt to equity ratio* yaitu perbandingan antara total hutang dengan total modal sendiri setiap perusahaan dengan satuan prosentase, yaitu :

$$SM = \frac{TH}{TMS} \quad (5)$$

Keterangan :

TH = Total hutang

TMS= Total modal sendiri

6. Struktur aktiva ditentukan dengan membandingkan antara aktiva - aktiva tetap dengan total aktiva dengan satuan prosentase, yaitu :

$$SA = \frac{AT}{TA} \quad (6)$$

Keterangan :

SA = Struktur aktiva

AT = Aktiva tetap

TA = Total aktiva

7. *Dividend pay out ratio* ditentukan dengan membandingkan antara laba yang dibayarkan sebagai deviden dengan total laba yang diperoleh, yaitu :

$$\text{DPR} = \frac{\text{LD}}{\text{TL}} \quad (7)$$

Keterangan :

DPR= *Dividend pay out ratio*

LD = Laba yang dibayarkan sebagai deviden

TL = Total laba yang diperoleh

8. Profitabilitas ditentukan dengan menggunakan *Return On Investment* (ROI) yang merupakan perbandingan antara laba bersih dengan total aktiva, yaitu :

$$\text{ROI} = \frac{\text{LB}}{\text{TA}} \quad (8)$$

Keterangan :

ROI = Return on investment

LB = Laba bersih

TA = Total aktiva

Keterangan :

ROI = Return on investment

LB = Laba bersih

TA = Total aktiva

9. Pertumbuhan *debt to equity ratio*, struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, fluktuasi nilai mata uang dan *dividend pay out ratio* adalah sebagai berikut :

$$GN = \frac{N_t - N_{t-1}}{N_{t-1}} \quad (9)$$

Keterangan :

GN = Pertumbuhan variabel – variabel penelitian

N = Variabel – variabel penelitian

## **BAB IV. GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN**

### **4.1. Pasar Modal**

Pasar modal umum di Indonesia dalam wujud Bursa Efek Jakarta. Sebenarnya sudah ada sejak awal abad 20 dengan didirikannya "*Vereeniging Voor De Effecten Handed*" di Batavia (Jakarta) pada Tanggal 14 Desember 1912, kemudian di Surabaya pada tanggal 11 Januari 1912 dan terakhir di Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925. Riwayatnya mengalami pasang surut sesuai dengan pancaroba jaman, dari mulai jaman penjajahan Hindia Belanda kemudian jaman penjajahan Jepang hingga jaman merdeka sekarang, karena berkecamuknya Perang Dunia II, maka sejak tanggal 10 Mei 1940 Bursa Efek Jakarta diketiga kota tersebut ditutup dan pada masa pendudukan bala tentara Dai Nipon tidak diaktifkan lagi.

Keadaan tersebut berlanjut selama perang kemerdekaan hingga sampai pada penyerahan kedaulatan dan baru di buka kembali pada tanggal 3 Juni 1952 di Jakarta yang penyelenggaraannya diserahkan kepada Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek – Efek (PPUE). Kemudian mengalami perkembangan yang cukup pesat sekalipun efek diperjualbelikan terutama yang berasal dari emisi sebelum Perang Dunia II. Aktivitas ini semakin meningkat dengan adanya emisi obligasi industri negara berturut – turut pada Tahun 1954, 1955 serta Tahun 1956. Keadaan seperti ini hanya berlangsung sampai akhir Tahun 1958 karena situasi politik yang kurang menguntungkan sejak



konfrontasi dengan pihak Belanda mengenai sengketa Irian Barat serta buruknya keadaan ekonomi dengan adanya amukan inflasi.

Setelah situasi politik berubah dan keadaan ekonomi membaik, maka diadakan persiapan sejak Tahun 1968 guna memulihkan kembali aktivitas Bursa Efek yang memakan waktu lebih kurang sembilan tahun lamanya. Pada Tahun 1976 oleh pemerintah Indonesia dikeluarkan serangkaian peraturan tentang pendirian pasar modal, pembentukan Badan Pembina Pasar Modal dan Badan Pelaksana Pasar Modal serta pendirian PT Danareksa. Setelah PT. Semen Cibinong sebagai perusahaan pertama yang go publik barulah Bursa Efek Jakarta aktif kembali secara resmi pada tanggal 10 Agustus 1977.

Beberapa sasaran yang ingin dicapai setelah pasar modal diaktifkan kembali di Indonesia. Pertama, mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam kepemilikan saham perusahaan. Kedua, pemerataan pendapatan masyarakat melalui kepemilikan saham perusahaan oleh masyarakat. Ketiga, mengairahkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif. Sasaran pertama dan kedua erat hubungannya dengan indonesianisasi sebagian modal asing yang ditanamkam di Indonesia dengan pengalihan modal asing untuk menjadi milik Indonesia, maka diharapkan sebagian modal yang mengalir ke luar negeri dapat dinikmanti oleh masyarakat Indonesia.

Bursa Efek Jakarta dipilih menjadi tempat penelitian, karena Bursa Efek Jakarta merupakan satu – satunya bursa efek yang ada di Indonesia yang memiliki catatan historis paling panjang dan paling lengkap mengenai data perdagangan saham di pasar modal dan data laporan keuangan serta lebih dari 90 % aktivitas perdagangan saham di Indonesia (Pasar sekunder) terjadi di Bursa Efek Jakarta.

#### **4.2. Perusahaan Industri Manufaktur**

Perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta berstatus Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) dan Penanaman Modal Asing (PMA) yang bergerak pada berbagai bidang usaha yang masuk dalam kategori industri manufaktur. Produk – produk perusahaan industri manufaktur tersebut dihasilkan untuk memenuhi kebutuhan pasar dalam negeri maupun kebutuhan pasar ekspor.

Perusahaan – perusahaan yang masuk dalam kategori industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta adalah jenis perusahaan yang bergerak dalam bidang :

1. Makanan dan minuman (*Food and Beverage*).
2. Produk tembakau.
3. Tekstil.
4. Pakaian dan produk tekstil lainnya.
5. Kayu dan produk kayu.

6. Kertas dan kelompok produknya.
7. Bahan kimia dan kelompok produknya.
8. Bahan perekat.
9. Plastik dan produk gelas.
10. Ban.
11. Semen.
12. Produk baja.
13. Kabel.
14. Elektronik dan mesin peralatan.
15. Otomotif dan kelompok produknya.
16. Farmasi.
17. Barang – barang konsumsi.

## BAB V. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### 5.1. HASIL PENELITIAN

Analisa data dilakukan terhadap 132 perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 97 buah perusahaan yang dipilih secara acak. Data yang digunakan adalah data Laporan Keuangan pada periode 1995 sampai dengan 1997. Atas data yang diperoleh dari obyek penelitian, maka struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, tingkat inflasi, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS dan *dividend pay out ratio* adalah sebagai berikut :

#### 1. Struktur Modal

Struktur modal ditentukan dengan cara membandingkan antara total hutang dengan total modal sendiri. Struktur modal yang terendah pada Tahun 1995, 1996, 1997 berturut – turut dimiliki oleh perusahaan PT. Ultra Jaya Milk Industry Tbk., yaitu sebesar 0,12 %, kemudian PT. Ekadharma Tape Industries Tbk. yaitu sebesar 0,24 % dan untuk tahun berikutnya juga posisi struktur modalnya yang terendah yaitu sebesar 0,24 %. Struktur modal yang rendah menunjukkan bahwa beban hutang yang dimiliki oleh perusahaan adalah rendah. Struktur modal perusahaan tertinggi pada Tahun 1995, 1996, 1997 berturut – turut dimiliki oleh perusahaan PT. Inti Keramik Alam Indonesia Tbk. yaitu sebesar 6,17 %, kemudian PT. Iki Indah Kabel Indonesia Tbk. yaitu sebesar 5,92 % dan

pada tahun berikutnya juga posisi struktur modalnya yang tertinggi yaitu sebesar 176,69 %. Struktur modal yang tinggi menunjukkan bahwa beban hutang yang dimiliki oleh perusahaan adalah tinggi. Struktur modal perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel dalam penelitian ini bisa dilihat pada Lampiran 3.

## 2. Struktur Aktiva

Struktur aktiva ditentukan dengan cara membandingkan antara aktiva tetap dengan total aktiva. Struktur aktiva perusahaan yang terendah pada Tahun 1995, 1996, 1997 berturut – turut adalah dimiliki oleh perusahaan PT. Apac Centertex Corporation Tbk. yaitu sebesar 7,49 %, kemudian PT. Metro Data Elektronik Tbk. yaitu sebesar 7,01 % dan PT. Aster Dharma Industri Tbk. Struktur aktiva yang rendah menunjukkan bahwa aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan adalah kecil. Struktur aktiva perusahaan yang tertinggi pada Tahun 1995, 1996, 1997 berturut – turut dimiliki oleh PT. Mulia Industrindo Tbk. yaitu sebesar 72, 82 %, kemudian PT. GT. Petrochan Industri yaitu sebesar 77,15 dan PT. Surya Dumai Industri Tbk. yaitu sebesar 452,27 %. Struktur aktiva yang tinggi menunjukkan bahwa aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan adalah besar, pada perusahaan yang seperti ini biasanya kebutuhan dana banyak dipenuhi dari sumber dana intern sedangkan modal asing hanya berfungsi sebagai pelengkap saja dan modal asing yang digunakan biasanya lebih didominasi oleh hutang jangka panjang. Struktur aktiva perusahaan -

perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel dalam penelitian ini bisa dilihat pada Lampiran 4.

### 3. Tingkat Penjualan

Tingkat penjualan terendah perusahaan hanya dimiliki oleh perusahaan PT. Great Golden Star Tbk. yaitu pada Tahun 1995 sebesar Rp13.551.000.000,- kemudian Tahun 1996 sebesar Rp 5.208.000.000,- dan untuk Tahun 1997 sebesar Rp 2.870.000.000,-. Tingkat penjualan yang rendah ini menunjukkan kemampuan perusahaan yang rendah atau kecilnya skala perusahaan. Untuk tingkat penjualan perusahaan tertinggi hanya dimiliki oleh PT. Astra Internasional Tbk. yaitu pada Tahun 1995 sebesar Rp 12.619.690.000.000,- kemudian Tahun 1996 sebesar Rp 12.284.331.000.000,- dan untuk Tahun 1997 adalah sebesar Rp 15.872.056.000.000,-. Tingkat penjualan yang tinggi ini menunjukkan kemampuan perusahaan yang besar atau skala perusahaan yang besar. Tingkat penjualan yang dimiliki oleh perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel dalam penelitian ini bisa dilihat pada Lampiran 5.

### 4. Tingkat Bunga Pinjaman

Tingkat bunga pinjaman perusahaan pada Tahun 1995 adalah sebesar 18,88 %, kemudian Tahun 1996 adalah sebesar 19,21 % dan pada Tahun 1997 adalah sebesar 21,96 %. Tingkat bunga pinjaman menunjukkan kenaikan dari tahun ke tahun, hal ini disebabkan oleh adanya pengaruh

makro ekonomi yaitu, seperti kebijakan – kebijakan yang diambil oleh pemerintah mengenai tingkat bunga. Tingkat bunga pinjaman pada perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel penelitian bisa dilihat pada Lampiran 6.

#### 5. Tingkat Inflasi

Tingkat Inflasi yang dialami oleh perusahaan – perusahaan industri manufaktur pada Tahun 1995 adalah sebesar 6,84 %, kemudian Tahun 1996 adalah sebesar 6,47 % dan untuk Tahun 1997 adalah sebesar 11,05 %. Tingkat inflasi dari tahun ketahun menunjukkan kenaikan, hal ini disebabkan oleh meningkatnya jumlah uang yang beredar dimasyarakat. Tingkat inflasi yang dialami oleh perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel bisa dilihat pada Lampiran 7.

#### 6. Profitabilitas

Profitabilitas ditentukan dengan menggunakan *return on invesment* (ROI) yang merupakan perbandingan antara laba bersih dengan total aktiva yang digunakan. *Return on invesment* perusahaan yang terendah pada Tahun 1995 dan Tahun 1996 dimiliki oleh perusahaan PT. Great Golden Star Tbk. yaitu sebesar -3,45 % dan -6,22 % dan pada Tahun 1997 dimiliki oleh PT. Jeewon Jaya Indonesia Tbk. yaitu sebesar -65,68 %. ROI yang rendah menunjukkan bahwa tingkat kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba adalah rendah. *Return on invesment* perusahaan yang tertinggi pada Tahun 1995, 1996, 1997 berturut – turut dimiliki oleh

perusahaan PT. Merck Indonesia Tbk. yaitu sebesar 31,51 %, kemudian PT. Squib Indonesia Tbk. yaitu sebesar 26,48 % dan PT. Intan Wijaya Chemical Industry Tbk. yaitu sebesar 20,18 %. ROI yang tinggi menunjukkan bahwa tingkat kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba adalah tinggi. *Return on invesment* perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel penelitian bisa dilihat pada Lampiran 8.

#### 7. Fluktuasi Nilai Mata Uang

Nilai kurs rupiah terhadap dolar AS pada Tahun 1995 adalah sebesar Rp 2.308,- kemudian Tahun 1996 adalah sebesar Rp 2.383,- dan pada Tahun 1997 adalah sebesar Rp 4.650,-. Peningkatan kurs Rupiah terhadap dolar AS tertinggi terjadi pada Tahun 1997, hal ini disebabkan oleh adanya krisis moneter yang terjadi pada pertengahan Tahun 1997. Fluktuasi nilai kurs rupiah terhadap dolar AS perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel penelitian bisa dilihat pada Lampiran 9.

#### 8. Dividend Pay Out Ratio

*Dividend pay out ratio* terendah perusahaan pada Tahun 1995 dimiliki oleh beberapa perusahaan yaitu, PT. Tri Polyta Indonesia Tbk., PT. Great Golden Star Tbk., PT. Panasia Filament Tbk., Sunson Textile Manufacturer Tbk., Daya Sakti Unggul Tbk., PT. Jakarta Kyoei Steel Work Limited Tbk., PT. Procter & Gamble Indonesia Tbk., PT. Inti



Keramik Alam Indonesia Tbk., PT Kedaung Indah Industri Tbk. dan PT. Intan Wijaya Chemical Industries Tbk., masing – masing perusahaan memberikan *dividend pay out* sebesar 0 % atau tidak memberikan dividen. Kemudian pada Tahun 1996 juga ada beberapa perusahaan yang tidak membagikan dividen yaitu, PT. Tri Polyta Indonesia Tbk., PT. Centex Tbk., PT. Great Golden Star Tbk., PT. Panasia Filament Tbk., PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk., PT. Teijin Indonesia Fiber Tbk., PT. Sepatu Bata Tbk., PT. Daya Sakti Unggul Tbk., PT. Fajar Surya Wisesa Tbk., PT. Inti Indorayon Utama Tbk., PT. Surabaya Agung Industri Pulp & Paaper Tbk., PT. Jakarta Kyoei Steel Work Limited Tbk., PT. Procter & Gamble Indonesia Tbk., PT. Inti Keramik Alam Indonesia Tbk., dan PT. Nipress Tbk., yang masing – masing perusahaan tersebut juga tidak membagikan dividen atau dividen yang diberikan sebesar 0 %. Dan untuk Tahun 1997 mayoritas perusahaan tidak membagikan dividen tetapi ada beberapa perusahaan yang membagikan dividen yaitu PT. Multi Bintang Indonesia Tbk. sebesar 10,57 %, PT. Gudang Garam Tbk. sebesar 25,46 %, PT. Selamat Sempurna Tbk. dan PT. Bayer Indonesia Tbk. yaitu sebesar 127,78 yang merupakan pemberi dividen tertinggi, sedangkan pemberi dividen tertinggi Tahun 1995 adalah PT. Squib Indonesia Tbk. yaitu sebesar 152,66 % kemudian untuk Tahun 1996 pemberi dividen yang tertinggi adalah PT. Alumindo Perkasa Tbk. yaitu sebesar 385,79 % dan untuk Tahun 1997 pemberi dividen tertinggi adalah PT. Bayer Indonesia

Tbk. yaitu sebesar 127,78 %. *Dividend pay out ratio* dibayarkan kepada para pemilik saham setiap tahun yang dilakukan berdasarkan besar kecilnya *earning after taxes* (EAT). Beberapa perusahaan tidak membagikan deviden karena perusahaan – perusahaan tersebut mengalami berbagai kesulitan, diantaranya tingkat penjualan yang menurun sehingga tingkat keuntungan yang diperolehpun rendah atau bahkan mengalami kerugian. *Dividend pay out ratio* perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel penelitian bisa dilihat pada Lampiran 10.

## 5.2. PEMBAHASAN

Pertumbuhan struktur modal untuk masing - masing perusahaan menunjukkan posisi yang berlainan yang disebabkan oleh adanya tingkat kemampuan perusahaan yang berbeda didalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan, seperti terlihat pada hasil analisa data sebagai berikut, pertumbuhan struktur modal Tahun 1995 - 1996 dan pertumbuhan Tahun 1996 - 1997, untuk posisi pertumbuhan terendah adalah sebesar -80,37 % dan -89,80 % yang berarti mengalami penurunan sedangkan untuk pertumbuhan tertinggi adalah sebesar 385,71 % dan 2.884,83 % yang berarti mengalami peningkatan, seperti terlihat pada Lampiarn 11.

Posisi pertumbuhan struktur aktiva masing - masing perusahaan industri manufaktur pada Tahun 1995 - 1996 dan pertumbuhan Tahun 1996 -1997 menunjukkan bahwa, untuk posisi pertumbuhan terendah adalah sebesar -50,66 % dan 52,38 % yang berarti mengalami peningkatan,

sedangkan untuk posisi pertumbuhan tertinggi adalah sebesar 663,58 % dan 1.142,16 % yang berarti mengalami peningkatan pula, seperti terlihat pada Lampiran 11. Perbedaan pertumbuhan struktur aktiva masing – masing perusahaan disebabkan oleh besar kecilnya aktiva yang dimiliki oleh perusahaan baik aktiva tetap maupun aktiva lancar.

Posisi pertumbuhan penjualan masing - masing perusahaan industri manufaktur Tahun 1995 - 1996 dan pertumbuhan Tahun 1996 – 1997 menunjukkan bahwa, untuk posisi pertumbuhan terendah adalah sebesar - 90,17 % dan -85,39 % yang berarti mengalami peningkatan, sedangkan untuk pertumbuhan tertinggi adalah sebesar 1.066,99 % dan 132,35 % yang berarti mengalami penurunan, seperti terlihat pada Lampiran 11. Penurunan tingkat pertumbuhan penjualan tersebut disebabkan oleh adanya penurunan daya beli masyarakat yang berakibat pada penurunan permintaan masyarakat akan produk – produk yang dihasilkan oleh perusahaan. Penurunan daya beli ini disebabkan oleh adanya kondisi ekonomi secara makro yang buruk, yaitu adanya krisis moneter yang terjadi pada pertengahan Tahun 1997.

Posisi pertumbuhan suku bunga pinjaman masing - masing perusahaan industri manufaktur Tahun 1995 - 1996 dan pertumbuhan Tahun 1996 – 1997 menunjukkan angka sebesar 1,75 % dan 14,42 % yang berarti mengalami peningkatan, seperti terlihat pada Lampiran 11. Peningkatan pertumbuhan suku bunga ini disebabkan oleh inflasi yang

tinggi dan tingkat inflasi yang tinggi ini disebabkan oleh banyaknya uang yang beredar dimasyarakat, sehingga untuk mengatasi tingkat inflasi yang tinggi tersebut, pemerintah melalui otoritas moneter menaikkan tingkat suku bunga yang bertujuan untuk menarik dana dari masyarakat melalui tabungan, karena dengan bunga yang tinggi masyarakat akan tertarik untuk menabung, sehingga dengan demikian dana yang beredar dimasyarakat dapat dikurangi.

Posisi pertumbuhan inflasi masing - masing perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel penelitian Tahun 1995 - 1996 dan pertumbuhan Tahun 1996 - 1997 menunjukkan angka sebesar -25,12 % dan 70,79 % yang berarti mengalami peningkatan, seperti terlihat pada Lampiran 11. Penyebab inflasi ini bisa dilihat dari berbagai sisi, diantaranya adalah bahwa peningkatan inflasi ini disebabkan oleh peredaran uang yang ada dimasyarakat terlalu besar dibandingkan dengan jumlah barang atau jasa yang tersedia. Salah satu penyebab langkanya barang adalah karena adanya penurunan nilai rupiah terhadap mata uang asing khususnya terhadap dolar AS, sehingga produk - produk Indonesia dapat bersaing di luar negeri dan pada akhirnya produk - produk Indonesia banyak yang tersedot ke luar negeri, sehingga menyebabkan berkurangnya produk - produk yang ada di dalam negeri. Faktor lain dari penyebab inflasi adalah adanya kucuran dana dari Bank Indonesia yang berlebihan melalui Kredit Likuidasi Bank Indonesia (KLBI), sehingga menyebabkan jumlah uang

yang beredar dimasyarakat bertambah besar yang pada akhirnya menyebabkan terjadinya inflasi.

Posisi pertumbuhan *return on invesment* (ROI) perusahaan - perusahaan industri manufaktur Tahun 1995 - 1996 dan pertumbuhan Tahun 1996 - 1997 menunjukkan bahwa, untuk posisi pertumbuhan terendah adalah sebesar -237,35 % dan -12.775,00 % yang berarti mengalami penurunan, sedangkan untuk pertumbuhan tertinggi adalah sebesar 2.658,33 % dan 1.596,88 % yang berarti mengalami penurunan pula, seperti terlihat pada Lampiran 11. Penurunan pertumbuhan ROI ini disebabkan oleh adanya penurunan tingkat penjualan yang disebabkan oleh turunnya daya beli masyarakat, sehingga keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan menjadi berkurang yang pada akhirnya akan mengurangi tingkat ROI perusahaan.

Posisi pertumbuhan nilai kurs rupiah terhadap dolar AS masing - masing perusahaan industri manufaktur Tahun 1995 - 1996 dan pertumbuhan Tahun 1996 - 1997, untuk pertumbuhan terendah adalah 3,24 % dan 96,13 % yang berarti mengalami peningkatan, seperti terlihat pada Lampiran 11. Peningkatan pertumbuhan nilai kurs rupiah terhadap dolar AS ini disebabkan oleh adanya krisis moneter dan krisis moneter ini pada awalnya merupakan akibat dari efek domino dari krisis moneter yang terjadi di negara Thailand dan akhirnya melanda Indonesia yang terjadi pada pertengahan Tahun 1997 dan pada saat yang bersamaan juga terjadi

peningkatan jumlah permintaan terhadap mata uang dolar AS dan hal ini disebabkan oleh banyaknya perusahaan – perusahaan yang ada di Indonesia yang mempunyai hutang pada kreditur – kreditur asing banyak yang sudah jatuh tempo sehingga hutang tersebut harus segera dibayar dengan dolar AS, yang pada akhirnya menyebabkan meningkatnya dolar. Selain itu peningkatan nilai kurs rupiah terhadap dolar AS ini juga disebabkan oleh ulah para spekulan yang memborong mata uang dolar AS dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan, sehingga permintaan dolarpun melonjak.

Posisi pertumbuhan *dividend pay out ratio* masing - masing perusahaan industri manufaktur Tahun 1995 - 1996 dan pertumbuhan Tahun 1996 – 1997 menunjukkan bahwa, untuk posisi pertumbuhan terendah adalah -100,00 % dan -100,00 % yang berarti tidak mengalami perubahan, sedangkan untuk posisi pertumbuhan tertinggi adalah 1.121,63 % dan 263,22 % yang berarti mengalami penurunan, seperti terlihat pada Lampiran 11. Penurunan *dividend pay out ratio* ini disebabkan oleh menurunnya tingkat penjualan yang banyak dialami oleh perusahaan – perusahaan industri manufaktur, sehingga tingkat keuntungan yang diperolehpun menjadi berkurang yang pada akhirnya menyebabkan banyak perusahaan yang mengurangi pembagian deviden dan bahkan ada beberapa yang tidak mampu membagi deviden kepada para pemegang saham.

## 1. Analisis Financing Strategy

Untuk menganalisis *financing strategy* yang dilakukan oleh perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dilakukan dengan cara menganalisis *debt to equity ratio* setiap perusahaan, *debt to equity ratio* adalah merupakan perbandingan antara total hutang yang ditanggung oleh perusahaan dengan total modal sendiri yang dimiliki oleh perusahaan. *Debt to equity ratio* perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel penelitian periode 1995 - 1997 adalah seperti terlihat pada Tabel 2 di bawah ini :

Tabel 2. Debt to equity ratio perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terpilih menjadi sampel penelitian Tahun 1995 - 1997

No	Debt to equity ratio	1995 Jumlah perusahaan	%	1996 Jumlah perusahaan	%	1997 Jumlah perusahaan	%
1	≤ 25%	3	3,10	1	1,03	2	2,06
2	>25 - ≤50%	9	9,28	8	8,25	2	2,06
3	>50 - ≤75%	12	12,37	13	13,40	5	5,16
4	>75% - ≤100%	12	12,37	11	11,34	1	1,03
5	>100%	61	62,89	64	65,98	87	89,69
		97	100	97	100	97	100

Data diolah

*Debt to equity ratio* perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta selama periode Tahun 1995 – 1997 menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan – perusahaan mempunyai *debt to equity ratio* yang tinggi yaitu diatas 100 % seperti terlihat pada tabel 2. *Debt to equity ratio* perusahaan yang tinggi menyebabkan kondisi keuangan perusahaan menjadi tidak efisien, khususnya untuk kondisi ekonomi yang sedang menurun, karena *debt to equity ratio* yang tinggi ini

menunjukkan perusahaan mempunyai hutang yang banyak, sedangkan pada kondisi ekonomi yang buruk pada umumnya penjualannya menurun, sehingga perusahaan akan kesulitan didalam membayar hutang. Tingginya *debt to equity ratio* perusahaan ini disebabkan oleh membengkaknya jumlah hutang yang harus ditanggung oleh perusahaan, yaitu perusahaan – perusahaan yang memanfaatkan kreditur luar negeri didalam memenuhi kebutuhan modalnya, seperti diketahui banyak perusahaan – perusahaan kita yang mencari kreditur luar negeri sebagai akibat dari adanya politik uang ketat (*Tight money policy*) yang diambil pemerintah waktu itu. Disisi lain nilai mata uang rupiah mengalami penurunan terhadap mata uang dolar AS, padahal hutang yang harus dibayar menggunakan mata uang dolar AS, sehingga terjadi pembengkakan jumlah hutang.

Dari Tabel 2 tersebut juga dapat dilihat posisi *debt to equity ratio* setiap tahun dari Tahun 1995 sampai dengan Tahun 1997. Posisi *debt to equity ratio* perusahaan industri manufaktur Tahun 1995 – 1997 menunjukkan bahwa, *debt to equity ratio* perusahaan yang besarnya sampai dengan 25 % berturut – turut adalah 3 perusahaan atau sebesar 3,10 %, kemudian 1 perusahaan atau sebesar 1,03 % dan 2 perusahaan atau sebesar 2,06 % dari 97 perusahaan yang menjadi sampel.

Posisi *debt to equity ratio* perusahaan - perusahaan industri manufaktur Tahun 1995 – 1997 menunjukkan bahwa, *debt to equity ratio* perusahaan yang besarnya diatas 25 % sampai dengan 50 % berturut –



turut adalah 9 perusahaan atau sebesar 9,28 %, kemudian 8 perusahaan atau sebesar 8,25 % dan 2 perusahaan atau sebesar 2,06 % dari 97 perusahaan yang menjadi sampel, yang berarti selalu mengalami penurunan selama periode tersebut.

Posisi *debt to equity ratio* Tahun perusahaan - perusahaan industri manufaktur Tahun 1995 - 1997 menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* perusahaan yang besarnya diatas 50 % sampai dengan 75 % berturut - turut adalah 12 perusahaan atau sebesar 12,37 %, kemudian 13 perusahaan atau sebesar 13,40 % dan 5 perusahaan atau sebesar 5,16 % dari 97 perusahaan yang menjadi sampel, yang berarti mengalami peningkatan dan kemudian menurun selama periode tersebut.

Posisi *debt to equity ratio* perusahaan - perusahaan industri manufaktur Tahun 1995 - 1997 menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* perusahaan yang besarnya diatas 75 % sampai dengan 100 % berturut - turut adalah 12 perusahaan atau sebesar 12,37 %, kemudian 11 perusahaan atau sebesar 11,34 % dan 1 perusahaan atau sebesar 1,03 % dari 97 perusahaan yang menjadi sampel yang berarti selalu mengalami penurunan selama periode tersebut.

Posisi *debt to equity ratio* perusahaan - perusahaan industri manufaktur tahun 1995 - 1997 menunjukkan bahwa, *debt to equity ratio* perusahaan yang besarnya diatas 100 % berturut - turut adalah 61 perusahaan atau sebesar 62,89 %, kemudian 64 perusahaan atau sebesar

65,78 % dan 87 perusahaan atau sebesar 89,65 % dari 97 perusahaan yang menjadi sampel, yang berarti selalu mengalami peningkatan selama periode tersebut. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada umumnya perusahaan – perusahaan industri manufaktur mempunyai *debt to equity ratio* yang tinggi yaitu di atas 100 % dan jumlahnya selalu meningkat selama periode penelitian

## 2. Model Regresi Linier Berganda

Model analisis yang digunakan adalah uji regresi linier berganda dengan menggunakan *pooling data* yaitu gabungan *cross section* dengan *times series*, seperti terlihat pada Lampiran 12. Hasil dari *pooling data* ini adalah apabila jumlah sampelnya adalah 97 maka akan menjadi 194 sampel.

Analisis regresi yang diolah dengan menggunakan komputer Program Microstat, informasi yang dapat diperoleh (lihat Lampiran 13-A) adalah sebagai berikut :

$$Y = 6,2402 + 0,0927X_1 + 0,4353X_2 - 7,1756X_3 - 0,1538X_4 + 0,5113X_5 + 0,0168X_6$$

$$S_b = \begin{matrix} (0,1334) & (0,1438) & (3,0981) & (0,0394) & (0,5353) & (0,1622) \end{matrix}$$

$$t_h = \begin{matrix} (0,694) & (3,028) & (-2,092) & (3,898) & (0,955) & (-0,104) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,5517$$

$$F_{ratio} = 10,454$$

$$DW = 1,9970$$

Keterangan :

$$Y = \text{Financing strategy}$$

X1 = Struktur aktiva

X2 = Tingkat penjualan

X3 = Tingkat bunga pinjaman

X4 = Profitabilitas

X5 = Fluktuasi nilai dolar AS

X6 = *Dividend pay out ratio*

Untuk mengetahui apakah variabel independen mempunyai pengaruh secara parsial maupun secara simultan terhadap variabel dependen, perlu diadakan pengujian terhadap koefisien regresi. Pengujian yang akan dilakukan terhadap koefisien regresi dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5 % dan derajat kebebasan ( $n-1-k$ ) yang akan dilakukan dengan menggunakan pengujian dua sisi. Perhitungan dengan menggunakan model regresi yang telah melalui proses pengujian penyimpangan terhadap asumsi model klasik (lihat Lampiran 13-D) menunjukkan hasil seperti terlihat pada Tabel 3 di bawah ini :

Tabel 3. Hasil Pengujian koefisien regresi setelah pengujian penyimpangan asumsi model klasik

No	Keterangan	Nilai t hitung/F ratio	Nilai t tabel/F tabel	Hasil
1	<b>Pengujian secara parsial :</b>			
	X1 (Struktur aktiva)	0,694	1,645	Tidak signifikan
	X2 (Tingkat penjualan)	3,028	1,645	Signifikan
	X3 (Tingkat bunga pinjaman)	-2,092	-1,645	Signifikan
	X4 (Profitabilitas)	3,898	1,645	Signifikan
	X5 (Fluktuasi nilai dolar AS)	0,955	1,645	Tidak signifikan
	X6 ( <i>Dividend pay out ratio</i> )	-0,104	-1,645	Tidak signifikan
2	<b>Pengujian secara simultan</b>	10,454	2,100	Signifikan

Data diolah

Dari hasil pengujian koefisien regresi tersebut ternyata menunjukkan bahwa pengujian secara parsial, variabel independen yang mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen adalah variabel X2 (Tingkat penjualan), X3 (Tingkat bunga pinjaman) dan X4 (Profitabilitas), sedangkan pada pengujian secara simultan menunjukkan bahwa ternyata variabel – variabel independen tersebut secara bersama – sama mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.

### **3. Pengujian Terhadap Pengaruh Variabel Independen Secara Parsial**

Untuk mengetahui apakah setiap variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen, maka diperlukan pengujian terhadap keberartian koefisien regresi secara parsial. Pengujian yang akan dilakukan adalah dengan menggunakan tingkat kepercayaan 95 % ( $\alpha = 0,05$ ) dan derajat kebebasan ( $n-k-1$ ) (lihat Lampiran 13-D).

Besarnya koefisien regresi untuk variabel X1, yaitu struktur aktiva adalah sebesar 0,0927 ( $b_1 = 0,0927$ ). Untuk mengetahui apakah variabel struktur aktiva mempunyai pengaruh yang berarti atau signifikan terhadap variabel *financing strategy*, maka perlu diadakan pengujian keberartian koefisien regresi  $b_1$ , dari hasil pengujian ternyata diperoleh  $t_1$  hitung sebesar 0,694, sedangkan  $t$  tabel sebesar 1,645. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa nilai  $t$  hitung lebih kecil dari nilai  $t$  tabel, sehingga dengan demikian maka hipotesis nol ( $H_0 : b_1 = 0$ ) diterima, sedangkan

hipotesis alternatif ( $H_a : b_1 \neq 0$ ) ditolak. Hal ini berarti dengan menganggap variabel independen lain tetap, maka dapat disimpulkan bahwa variabel struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing startegy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada BEJ. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa dengan menganggap variabel independen lain tetap, ternyata selama periode penelitian tinggi rendahnya struktur aktiva perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap posisi *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa tinggi rendahnya struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan.

Koefisien regresi untuk variabel  $X_2$ , yaitu tingkat penjualan sebesar 0,4353 ( $b_2 = 0,4353$ ) dan untuk mengetahui apakah variabel tingkat penjualan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy*, maka perlu diadakan pengujian keberartian terhadap koefisien regresi  $b_2$ . Hasil pengujian menunjukkan bahwa diperoleh  $t_2$  hitung sebesar 3,028 dan untuk  $t$  tabel diperoleh nilai sebesar 1,645. Hasil pengujian tersebut ternyata menunjukkan bahwa nilai  $t$  hitung lebih besar dari nilai  $t$  tabel sehingga dengan demikian dapat dinyatakan bahwa hipotesis nol ( $H_0 : b_2 = 0$ ) ditolak, sedangkan hipotesis alternatif ( $H_a : b_2 \neq 0$ ) diterima. Hal ini berarti dengan menganggap variabel independen lain tetap, dapat disimpulkan bahwa variabel tingkat penjualan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy*

pada perusahaan - perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada BEJ. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa dengan menganggap variabel independen lain tetap, ternyata selama periode penelitian tinggi rendahnya tingkat penjualan mempunyai pengaruh terhadap posisi *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa tinggi rendahnya tingkat penjualan mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan.

Pada perusahaan yang mempunyai sifat *risk seeker* akan lebih berani didalam membiayai tingkat penjualannya dengan menggunakan dana yang berasal dari hutang, sehingga akan menyebabkan posisi *debt to equity ratio* perusahaan meningkat, sedangkan pada perusahaan yang mempunyai sifat *risk averter* kebanyakan kurang berani didalam membiayai tingkat pertumbuhan penjualan yang menggunakan dana yang berasal dari hutang, tetapi lebih senang menggunakan dana yang berasal bukan dari hutang misalnya yang berasal dari keuntungan yang diperoleh.

Besarnya koefisien regresi untuk variabel  $X_3$  yaitu tingkat bunga pinjaman adalah sebesar  $-7,1756$  ( $b_3 = -7,1756$ ). Untuk mengetahui apakah variabel tingkat bunga pinjaman mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy*, maka perlu diadakan pengujian keberartian terhadap koefisien regresi  $b_3$ . Setelah diadakan pengujian diperoleh  $t_3$  hitung sebesar  $-2,092$  dan untuk nilai  $t$  tabelnya adalah sebesar  $-1,645$ . Hasil pengujian tersebut ternyata menunjukkan bahwa nilai  $t_3$

hitung lebih besar dari nilai  $t$  tabel, sehingga dengan demikian hipotesis nol ( $H_0 : b_3 = 0$ ) ditolak, sedangkan hipotesis alternatif ( $H_a : b_3 \neq 0$ ) diterima, Hal ini berarti dengan menganggap variabel independen lain tetap, dapat disimpulkan bahwa variabel tingkat bunga pinjaman mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada BEJ. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa dengan menganggap variabel independen lain tetap, ternyata selama periode penelitian tinggi rendahnya tingkat bunga pinjaman mempunyai pengaruh terhadap posisi *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan tinggi rendahnya tingkat bunga pinjaman mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan

Apabila tingkat bunga pinjaman turun, maka posisi hutang perusahaan akan meningkat karena biaya modal yang dikeluarkan rendah sehingga perusahaan akan tertarik untuk banyak menggunakan hutang dan hal ini selanjutnya akan meningkatkan posisi *debt to equity ratio* perusahaan, akan tetapi apabila bunga pinjaman naik maka posisi hutang perusahaan akan turun karena biaya modal yang akan dikeluarkan tinggi, sehingga perusahaan tidak tertarik untuk menggunakan hutang dalam jumlah banyak dan hal ini selanjutnya akan menurunkan *posisi debt to equity ratio* perusahaan.

Koefisien regresi untuk variabel  $X_4$ , yaitu profitabilitas adalah sebesar 0,1538 ( $b_4 = 0,1538$ ) dan untuk mengetahui apakah variabel profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy*, maka perlu diadakan pengujian keberartian terhadap koefisien regresi  $b_4$ . Hasil pengujian menunjukkan  $t_4$  hitung sebesar 3,898 dan untuk  $t$  tabelnya adalah sebesar 1,645. Hasil pengujian tersebut ternyata menunjukkan bahwa nilai  $t$  hitung lebih besar dari nilai  $t$  tabel, sehingga dengan demikian hipotesis nol ( $H_0 : b_4 = 0$ ) ditolak, sedangkan hipotesis alternatif ( $H_a : b_4 \neq 0$ ) diterima. Hal ini berarti dengan menganggap variabel independen lain tetap, dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada BEJ. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa selama dengan menganggap variabel independen lain tetap, ternyata selama periode penelitian tinggi rendahnya profitabilitas akan mempengaruhi posisi debt to equity ratio perusahaan atau dapat dikatakan bahwa tinggi rendahnya profitabilitas perusahaan akan mempengaruhi posisi hutang perusahaan. Perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi biasanya lebih banyak menggunakan modal sendiri didalam memenuhi kebutuhan dananya, sehingga posisi hutang yang dimiliki rendah dan hal ini akan menyebabkan rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan. Posisi *debt to equity ratio* yang rendah bisa dicapai dengan



meningkatkan penjualan guna meningkatkan keuntungan perusahaan dan perusahaan yang tingkat keuntungannya tinggi merupakan salah satu daya tarik bagi investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan.

Besarnya koefisien regresi variabel  $X_5$ , yaitu fluktuasi nilai dolar AS adalah sebesar 0,5113 ( $b_5 = 0,5113$ ). Untuk mengetahui apakah variabel fluktuasi nilai dolar AS mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy*, maka diperlukan pengujian keberartian terhadap koefisien regresi  $b_5$ . Setelah diadakan pengujian diperoleh  $t_5$  hitung sebesar 0,955 dan  $t$  tabel sebesar 1,645. Dari hasil pengujian tersebut ternyata menunjukkan nilai  $t$  hitung lebih kecil dari nilai  $t$  tabel, sehingga dengan demikian hipotesis nol ( $H_0 : b_5 = 0$ ) diterima, sedangkan hipotesis alternatif ( $H_a : b_5 \neq 0$ ) ditolak. Hal ini berarti dengan menganggap variabel independen lain tetap, dapat disimpulkan bahwa variabel fluktuasi nilai dolar AS tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada BEJ. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa dengan menganggap variabel independen lain tetap, ternyata selama periode penelitian tinggi rendahnya fluktuasi nilai dolar AS tidak mempengaruhi posisi *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan, tinggi rendahnya fluktuasi nilai dolar AS tidak mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan.

Koefisien regresi untuk variabel  $X_6$  yaitu *dividend pay out ratio* adalah sebesar (0,0168) ( $b_6 = -0,0168$ ). Dan untuk mengetahui apakah *dividend pay out ratio* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy*, maka diperlukan pengujian keberartian terhadap koefisien regresi  $b_6$ . Setelah diadakan pengujian ternyata diperoleh nilai  $t_6$  hitung sebesar -0,104 dan  $t$  tabel sebesar -1,645. Hasil pengujian tersebut ternyata menunjukkan bahwa nilai  $t$  hitung lebih kecil dari nilai  $t$  tabel, sehingga dengan demikian hipotesis nol ( $H_0 : b_6 = 0$ ) diterima, sedangkan hipotesis alternatif ( $H_a : b_6 \neq 0$ ) ditolak. Hal ini berarti dengan menganggap variabel independen lain tetap, dapat disimpulkan bahwa variabel *dividend pay out ratio* tetap tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada BEJ. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa dengan menganggap variabel independen lain tetap, ternyata selama periode penelitian tinggi rendahnya *dividend pay out ratio* tidak mempunyai pengaruh terhadap posisi *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan, tinggi rendahnya *dividend pay out ratio* tidak mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan.

#### 4 Pengujian Terhadap Pengaruh Variabel Independen Secara Simultan

Selain pengujian signifikansi koefisien regresi secara parsial, pengujian secara simultan juga perlu dilakukan. Pengujian secara simultan dimaksudkan untuk mengetahui apakah variabel struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS dan *dividend pay out ratio* secara bersama – sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada BEJ. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan F Test (lihat Lampiran 13-D) dengan tingkat kepercayaan sebesar 95 % ( $\alpha = 0,05$ ) dan derajat kebebasan ( $n-k-1$ ).

Dari hasil pengujian diperoleh nilai F ratio sebesar 10,454 dan untuk F tabelnya adalah sebesar 2,100. Hasil pengujian tersebut ternyata menunjukkan bahwa nilai F ratio lebih besar dari nilai F tabel, dengan demikian maka hipotesis nol ( $H_0 : b_i = 0$ ) ditolak, sedangkan hipotesis alternatif ( $H_a : b_i \neq 0$ ) diterima. Hal ini berarti dapat disimpulkan bahwa variabel struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS dan *dividend pay out ratio* secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa selama

periode penelitian tinggi rendahnya variabel - variabel independen tersebut secara bersama – sama mempunyai pengaruh terhadap *posisi debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan, bahwa tinggi rendahnya variabel – variabel independen tersebut secara bersama – sama mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan.

Untuk mengetahui seberapa besar sumbangan dari variabel – variabel independen terhadap variabel dependen atau seberapa jauh variabel – variabel bebas yang dipilih dapat menerangkan variasi dari variasi variabel dependen yang bersangkutan, maka perlu dilakukan perhitungan terhadap koefisien determinasi (lihat Lampiran 13-D). Dari perhitungan tersebut diperoleh nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) sebesar 0,5517. Hal ini berarti menunjukkan bahwa variabel struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS dan *dividend pay out ratio* mempengaruhi variabel *financing strategy* sebesar 55,17 % sedangkan sisanya yaitu sebesar 44,83 % dipengaruhi oleh variabel lain diluar model regresi yang digunakan.

Dari hasil persamaan regresi berganda yang diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$Y = 6,2402 + 0,0927X_1 + 0,4353X_2 - 7,1756X_3 + 0,1538X_4 + 0,5113X_5 - 0,0168X_6$$

Dapat diartikan bahwa nilai  $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$ ,  $X_4$ ,  $X_5$  dan  $X_6$  sama dengan nol, maka nilai variabel  $Y$  (*Financing strategy*) adalah sebesar nilai konstanta, juga dapat diartikan bahwa struktur aktiva ( $X_1$ ), tingkat penjualan ( $X_2$ ), tingkat bunga pinjaman ( $X_3$ ), profitabilitas ( $X_4$ ), flukutasi nilai dolar AS ( $X_5$ ) dan *dividend pay out ratio* mempunyai pengaruh terhadap *financing strategy* ( $Y$ ) sebesar nilai koefisien konstanta ( $a$ ) ditambah nilai koefisien regersi ( $b_1$ ) dikalikan nilai variabel  $X_1$  ditambah nilai koefisien regresi ( $b_2$ ) dikalikan nilai variabel  $X_2$  dikurangi nilai koefisien regresi ( $b_3$ ) dikalikan nilai variabel  $X_3$  ditambah nilai koefisien regresi ( $b_4$ ) dikalikan nilai variabel  $X_4$  ditambah nilai koefisien regersi ( $b_5$ ) dikalikan nilai variabel  $X_5$  dikurangi nilai koefisien regresi ( $b_6$ ) dikalikan nilai variabel  $X_6$ .

Hasil koefisien regersi secara parsial, masing – masing adalah koefisien  $b_1$  sebesar 0,0927,  $b_2$  sebesar 0,4353,  $b_3$  sebesar -7,1756,  $b_4$  sebesar 0,1538,  $b_5$  sebesar 0,5113 dan  $b_6$  sebesar -0,0168, menunjukkan bahwa :

1. Apabila terdapat kenaikan nilai variabel  $X_1$  (Struktur aktiva) sebesar 1 point, maka akan menyebabkan bertambahnya nilai variabel  $Y$  (*financing strategy*) sebesar 0,0927 point, dengan anggapan bahwa nilai variabel  $X_2$  (Tingkat penjualan), variabel  $X_3$  (Tingkat bunga

pinjaman), variabel X4 (Profitabilitas), variabel X5 (Fluktuasi nilai dolar AS) dan variabel X6 (*Dividend pay out ratio*) adalah tetap.

2. Apabila terdapat kenaikan nilai variabel X2 (Tingkat penjualan) sebesar 1 point, maka akan menyebabkan bertambahnya nilai variabel Y (*Financing strategy*) sebesar 0,4353 point, dengan anggapan bahwa nilai variabel X3 (Tingkat bunga pinjaman), variabel X4 (Profitabilitas), variabel X5 (Fluktuasi nilai dolar AS), variabel X6 (*Dividend pay out ratio*) dan variabel X1 (Struktur aktiva) adalah tetap.
3. Apabila terdapat kenaikan nilai variabel X3 (Tingkat bunga pinjaman) sebesar 1 point, maka akan menyebabkan bertambahnya nilai variabel Y (*Financing strategy*) sebesar 7,1756 point, dengan anggapan bahwa nilai variabel X4 (Profitabilitas), variabel X5 (Fluktuasi nilai dolar AS), variabel X1 (Struktur aktiva), variabel X6 (*Dividend pay out ratio*) dan variabel X2 (Tingkat penjualan) adalah tetap.
4. Apabila terdapat kenaikan nilai variabel X4 (Profitabilitas) sebesar 1 point, maka akan menyebabkan bertambahnya nilai variabel Y (*Financing strategy*) sebesar 0,1538 point, dengan anggapan bahwa nilai variabel X5 (Fluktuasi nilai dolar AS), variabel X6 (*Dividend pay out ratio*), variabel X1 (Struktur aktiva), variabel X2 (Tingkat penjualan) dan variabel X3 (Tingkat bunga pinjaman) adalah tetap.

5. Apabila terdapat kenaikan nilai variabel X5 (Fluktuasi nilai dolar AS) sebesar 1 point, maka akan menyebabkan bertambahnya nilai variabel Y (*Financing strategy*) sebesar 0,5113 point, dengan anggapan bahwa nilai variabel X6 (*Dividend pay out ratio*), variabel X1 (Struktur aktiva), variabel X2 (Tingkat penjualan), variabel X3 (Tingkat bunga pinjaman) dan variabel X4 (Profitabilitas) adalah tetap.
6. Apabila terdapat kenaikan nilai variabel X6 (*Dividend pay out ratio*) sebesar 1 point, maka akan menyebabkan berkurangnya nilai variabel Y (*Financing strategy*) sebesar 0,0168 point dengan anggapan bahwa nilai variabel X1 (Struktur aktiva), variabel X2 (Tingkat penjualan), variabel X3 (Tingkat bunga pinjaman), variabel X4 (Profitabilitas) dan variabel X5 (Fluktuasi nilai dolar AS) adalah tetap.

## BAB VI. KESIMPULAN DAN SARAN

### 6.1. KESIMPULAN

Dari hasil penelitian yang telah dilakukan seperti yang telah dikemukakan dimuka, maka dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Dari hasil analisis *financing strategy* yang telah dilakukan oleh perusahaan – perusahaan industri manufaktur, diperoleh hasil bahwa sebagian besar perusahaan – perusahaan industri manufaktur mempunyai *debt to equity ratio* yang tinggi yaitu diatas 100 %, yaitu berturut – turut dari Tahun 1995 – 1997 adalah berjumlah 61 perusahaan atau sebesar 62,89 % kemudian Tahun 1996 berjumlah 64 perusahaan atau sebesar 66,98 % dan Tahun 1997 berjumlah 87 perusahaan atau sebesar 89,69 % dari 97 perusahaan yang terpilih menjadi sampel. Dari hasil analisis tersebut dapat diketahui bahwa jumlah perusahaan yang mempunyai *debt to equity ratio* diatas 100 % sudah sangat besar, pada Tahun 1997 sudah mencapai 89,69 % dan keadaan yang seperti ini pada kondisi ekonomi yang buruk dapat menyebabkan kondisi keuangan perusahaan menjadi tidak efisien, sehingga akan mengurangi daya saing perusahaan.



2. Dari hasil pengujian koefisien regresi secara parsial dapat diketahui bahwa :
  - a. Dengan menganggap variabel tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS dan *dividend pay out ratio* tetap, ternyata selama periode penelitian variabel struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta, sehingga dengan demikian dengan menganggap variabel independen lain tetap, maka tinggi rendahnya struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa, tinggi rendahnya struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan.
  - b. Dengan menganggap variabel tingkat bunga pinjaman, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS, *dividend pay out ratio* dan struktur aktiva tetap, ternyata selama periode penelitian variabel tingkat penjualan mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta, sehingga dengan demikian dengan menganggap variabel

independen lain tetap, maka selama periode penelitian tinggi rendahnya tingkat penjualan mempunyai pengaruh terhadap terhadap tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa, tinggi rendahnya tingkat penjualan mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan. Pada perusahaan yang mempunyai sifat *risk seeker* akan lebih berani didalam membiayai tingkat pertumbuhan penjualannya dengan menggunakan dana yang berasal dari hutang, sehingga posisi hutang akan meningkat yang selanjutnya akan meningkatkan posisi *debt to equity ratio* perusahaan, sedangkan pada perusahaan yang mempunyai sifat *risk averter* kebutuhan dananya lebih senang dibiayai dari dana yang bukan berasal dari hutang misalnya dari laba perusahaan, sehingga *debt to equity ratio* perusahaannya rendah.

- c. Dengan menganggap variabel profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS, *dividen pay out ratio*, struktur aktiva, tingkat penjualan tetap, ternyata selama periode penelitian variabel tingkat bunga pinjaman mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta,

sehingga dengan demikian dengan menganggap variabel independen lain tetap, maka selama periode penelitian tinggi rendahnya tingkat bunga pinjaman mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa, tinggi rendahnya tingkat bunga pinjaman mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan.

- d. Dengan menganggap variabel fluktuasi nilai dolar AS, *dividend pay out ratio*, struktur aktiva, tingkat penjualan dan tingkat bunga pinjaman tetap, ternyata selama periode penelitian variabel profitabilitas mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta, sehingga dengan demikian dengan menganggap variabel independen lain tetap, maka selama periode penelitian tinggi rendahnya profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa tinggi rendahnya profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan. Perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi biasanya kebutuhan dananya akan dipenuhi dari modal sendiri yaitu laba yang ditahan, sehingga posisi

hutangnya rendah. Posisi *debt to equity ratio* yang rendah bisa dicapai dengan meningkatkan penjualan guna meningkatkan keuntungan dan efisiensi biaya sehingga akan meningkatkan pendapatannya yang selanjutnya akan memperkuat posisi modal sendiri. Perusahaan yang profitabilitasnya tinggi menjadi salah satu daya tarik bagi investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan.

- e. Dengan menganggap variabel *dividend pay out ratio*, struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman dan profitabilitas tetap, ternyata selama periode penelitian variabel fluktuasi nilai dolar AS tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel *financing startegy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta, sehingga dengan demikian dengan menganggap variabel independen lain tetap, maka selama periode penelitian tinggi rendahnya fluktuasi nilai dolar AS tidak mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa, tinggi rendahnya fluktuasi nilai dolar AS tidak mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan.

- f. Dengan menganggap variabel struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, profitabilitas dan fluktuasi nilai dolar AS tetap, ternyata selama periode penelitian variabel *dividend pay out ratio* tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta, sehingga dengan demikian dengan menganggap variabel independen lain tetap, maka selama periode penelitian tinggi rendahnya *dividend pay out ratio* tidak mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa tinggi rendahnya *dividend pay out ratio* perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan.
3. Dari hasil pengujian signifikansi koefisien regresi secara simultan, ternyata variabel struktur aktiva, tingkat penjualan, tingkat bunga pinjaman, profitabilitas, fluktuasi nilai dolar AS dan *dividend pay out ratio* mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel *financing strategy* pada perusahaan – perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta, sehingga dengan demikian dapat dikatakan bahwa selama periode penelitian, tinggi rendahnya variabel – variabel independen tersebut secara bersama –

sama mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa tinggi rendahnya variabel – variabel independen tersebut secara bersama – sama mempengaruhi posisi hutang perusahaan.

## 6.1. SARAN

Beberapa saran perlu dikemukakan disini berdasarkan pada hasil penelitian yang telah dilakukan yang diharapkan dapat bermanfaat bagi perusahaan adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan sebaiknya mempertimbangkan penggunaan modal yang berasal dari hutang, hal ini dilakukan karena *debt to equity ratio* perusahaan yang tingginya diatas 100 % sudah sangat besar yaitu berturut – turut dari Tahun 1995 – 1997 adalah 62,89 % kemudian 66,98 % dan 89,69 %. Pada kondisi ekonomi yang buruk *debt to equity ratio* yang tinggi menyebabkan perusahaan secara finansial kurang efisien, oleh karena itu untuk memperendah *debt to equity ratio* perusahaan, perusahaan sebaiknya mencari sumber dana alternatif misalnya dana yang berasal dari saham yaitu dengan memberikan *dividend share* kepada para pemegang saham. Hal ini sekaligus untuk menekan biaya modal perusahaan yang berasal dari hutang karena tinggi rendahnya variabel tingkat suku bunga pinjaman mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel *financing strategy*.

dengan demikian dapat dikatakan bahwa tinggi rendahnya variabel tingkat suku bunga pinjaman mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan atau dapat dikatakan bahwa tinggi rendahnya tingkat bunga pinjaman mempunyai pengaruh terhadap posisi hutang perusahaan. Oleh karena itu untuk memperendah hutang bisa dilakukan dengan mencari sumber dana alternatif misalnya dengan memberikan *dividend share* kepada para pemegang saham.

2. Perusahaan sebaiknya mempertimbangkan pengembangan pasar bagi produknya untuk meningkatkan penjualannya, karena variabel tingkat penjualan mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel *financing startegy* yang dilakukan oleh perusahaan. Tinggi rendahnya tingkat penjualan akan mempengaruhi tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan. Untuk memperkecil tingkat hutang perusahaan sebaiknya dilakukan dengan meningkatkan penjualan, misalnya dengan mencari pasar luar negeri yang masih potensial. Dengan penjualan yang tinggi kebutuhan modal perusahaan bisa dipenuhi dari laba yang diperoleh.
3. Perusahaan sebaiknya mempertimbangkan prospek perkembangan perusahaan dimasa yang akan datang, dimana para investor akan menanamkan modalnya pada perusahaan,

karena profitabilitas mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap tinggi rendahnya *debt to equity ratio* perusahaan yang selanjutnya akan mempengaruhi posisi hutang perusahaan, untuk meningkatkan profitabilitas sebaiknya perusahaan meningkatkan pendapatannya melalui peningkatan penjualan dan peningkatan efisiensi biaya, karena profitabilitas yang tinggi akan dapat menurunkan posisi hutang perusahaan selain itu dengan pendapatan yang tinggi juga merupakan salah satu daya tarik bagi para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan.



## DAFTAR PUSTAKA

- Agus, sartono, (1994), "**Manajemen Keuangan**", Edisi 3, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Atmajaya, L.S., (1994), "**Manajemen Keuangan**", Buku 1 Edisi Pertama, Andi Offset, Yogyakarta.
- Bambang, Riyanto, (1995), "**Dasar- Dasar Pembelanjaan Perusahaan**", Edisi 4, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Bradley, M., G. Jarell and E.H. Kim, (1984), "On the Existence of An Optimal Capital Structure Theory and Evidence", **Juornal of Finance**.
- Brigham, Eugene F. and Louis C. Gapenski, (1993), "**Intermediate Finance Manajemen**", Edisi 4, The Dryden Press, New York.
- J. Fred Weston, (1990), "**Dasar - Dasar Manajemen Keuangan**", Edisi 9, The Dryden Press, New York.
- Crutchky, C. and R. Hansen, (1989), " A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends", **Finance Management**.
- Ferry, Michael G, and W.H. Jones, (1979), "Determinant of Finance Structure : A New Metodolical Approach", **Journal of Finance**, Vol. XXXIV.
- Friend, J. and L. H.P. Lang, (1988), "An Empirical Test on The Impact of Management Self Interest on Corporate Capital Structure", **Journal of Finance**.
- Gunawan, Sumodiningrat, (1994), "**Pengantar Ekonometrika**", Edisi Pertama, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hamada, Robert, S. , (1972), "The Effect of Firm's Capital Structure of The Systematic Risk of Common Stock", **Journal of Finance**, Vol XXVII.
- Harris, M, and A. Raviv (1988), "Corporate Controll Contests and Capital Structure", **Journal of Finance**.
- Harry, Waluyo, (1993), "**Ekonomi Moneter, Uang dan Perbankan**", Renika Cipta, Jakarta.

- Hartono, (1990), "Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Pengaruhnya Terhadap Biaya Modal Pada PD Bank Pasar di Karesidenan Surakarta", **Thesis** (Tidak dipublikasikan) FE UGM, Yogyakarta.
- Houthfood, Noel and Aime Heene, (1997), "Strategic Group As Subject of Strategic Scope Group in Belgian Brewing Industry, **Strategic Management Juornal**.
- Nopirin, (1987), "**Ekonomi Moneter**", Buku Kedua, Edisi Pertama, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Papadakis, Vassilis, M., Spyros Liukos and Chamberss, (1998), "Strategic Decision – Making Processes : The Role of Management and Context", **Strategic Management Journal**.
- Pearce and Robinson, (1997), "**Manajemen Strategi (Terjemahan)**", Binarupa Aksara, Jakarta.
- Slater, SF., and Narver, (1994), "Does Competitive Environment Moderate The Market Orientation Performance Relationship ?", **Journal of Marketing**, Vol. 58.
- Suad, Husnan, (1995), "**Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)**", Buku Kedua, Edisi Ketiga, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Sudjana, (1991), "**Teknik Analisis Regresi dan Korelasi Bagi Para Peneliti**", Edisi Kedua, Tarsito, Bandung.
- Sugiono, (1997), "**Statistika Untuk Penelitian**", Alpha Beta, Bandung.
- Van Horn, James, (1991), "**Manajemen dan Kebijakan Perusahaan (Terjemahan)**", Edisi Ketujuh, Jilid Satu, Intermedia, Jakarta.
- Weston, J. Fred and Thomas Cupeland E., (1986), "**Managerial Finance**", Eight Edition, The Dryden Press New York.
- Zainul, Arifin, (1992), "Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Pengaruhnya Terhadap Biaya Modal Pada Bank Desa Di Karesidenan Bojonegoro, **Thesis** (Tidak dipublikasikan), FE UGM, Yogyakarta.